

# Market

September 2024

Fühlen Sie  
sich zuhause



**WKB**

VERMÖGENSVERWALTUNG

wkb.ch



*Cotting M.*

**Mathias Cotting, CFA**  
Chefökonom

- 2 Vorwort
- 3 Einschätzung der wirtschaftlichen Situation
- 4 Wie haben sich die Finanzmärkte entwickelt?
- 5 Anlageklassen im Fokus
- 6 Positionierung und Veränderungen
- 7 Kommentar zu den Anlageentscheidungen
- 8 Übersicht Performance

**Mitwirkende**

Mathias Cotting, CFA, Chefökonom  
Neven Barada, CFA, Verantwortlicher Advisory  
Marc Farquet, Mitarbeiter Asset Management

**Vorwort**

Sitten, 28. August 2024

**Börsenkorrekturen gehören zum Tagesgeschäft**

**Viele Ereignisse im Juli und ruhige Märkte**

Der Sommer wird oftmals als eine ruhigere Zeit betrachtet. In diesem Jahr haben sich jedoch viele Ereignisse zugetragen. Wir hatten Wahlen in Grossbritannien, dann ein Attentat auf Donald Trump. Joe Biden zog sich aus dem Rennen um die Präsidentschaft zurück und Kamala Harris tritt nun offiziell an seine Stelle. Ende Juli kam es sogar zu einer historischen IT-Panne, die weltweit mehrere Flughäfen und andere Dienste für mehrere Stunden lahmlegte. Diese Vorkommnisse hätten die Märkte zweifellos belasten können, aber das war nicht der Fall, die Börsen waren im Juli widerstandsfähig bis ...

**Sind die Turbulenzen im August berechtigt?**

Anfang August stürzten die Weltbörsen stark und schnell um fast 10% ab. Für die zunehmenden Ängste gab es zwei Hauptgründe. Erstens stieg die Arbeitslosenquote in den USA leicht an. Daraufhin berichteten die Presse und einige Finanzpropheten über die Gefahr einer bevorstehenden Rezession in den USA. Zweitens erhöhte die japanische Zentralbank ihre Leitzinsen überraschend um 0,15 Prozentpunkte (von 0,1% auf 0,25%). Der japanische Yen, der sich auf einem sehr niedrigen Niveau befand, erholte sich sehr stark, was zu einem Einsturz der japanischen Aktien in einer Sell-off-Bewegung führte. Doch was ist von all dem zu halten? Verlangsamt sich die Wirtschaft gerade stark? Unserer Ansicht nach hat sich die Wirtschaftslage im Vergleich zu den letzten Monaten nicht grundlegend verändert. Erstens ist der Anstieg der Arbeitslosenquote in den USA fast ausschliesslich auf Neueintritte auf dem Arbeitsmarkt (Studierende und Neuzuwanderer) zurückzuführen. Zweitens zeigen die Frühindikatoren eine expandierende Wirtschaft, die sich jedoch verlangsamt.

**Nicht der Angst erliegen, Börsentiefs kommen immer wieder vor**

Die Korrektur im August, welche eher technischer (d.h. stimmungsbedingter) als fundamentaler Natur war (die Wirtschaftslage hat sich ja nicht verändert), erinnert die Anleger daran, dass man mit der Strategie auf Kurs bleiben muss und dass Börsentiefs zum Tagesgeschäft gehören. Im Oktober 2023 fielen die Märkte aus Angst vor einer Rezession um etwa 10%, bevor sie sich wieder erholten. Im Jahr 2022 hatten der Krieg in der Ukraine und die Normalisierung der Zinssätze den Börsen zu schaffen gemacht (ca. -20%), während es in den 2020er-Jahren die Pandemie war. Wie bei der jüngsten Korrektur kommt es «regelmässig», fast jedes Jahr, zu einem Rückgang um 10% bevor sich die Börsen wieder erholen.

Ausserdem ist es schwierig vorherzusagen, wann die Märkte wieder korrigieren. In diesem Jahr wäre es nämlich aufgrund der Vorkommnisse naheliegender gewesen, dass die Börsen im Juli gefallen wären als im August.

Auch der Herbst 2024 wird reich an Ereignissen sein. Für die Anleger werden die US-Wahlen im Vordergrund stehen, was die Märkte kurzfristig in Bewegung versetzen kann. Mittelfristig sind wir der Ansicht, dass die grossen Fortschritte bei der Inflation und der Beginn des neuen Zinsenszyklus in den USA künftig den Ton an den Finanzmärkten vorgeben werden. Die Märkte könnten dann einen neuen Aufwärtstrend starten oder sogar die letzten historischen Höchststände überschreiten.

**Die Aktienmärkte sanken während des Sommers um etwa 10%**  
Entwicklung der globalen Aktien, Basis 100



Quelle: LSEG Datastream, WKB

## Einschätzung der wirtschaftlichen Situation

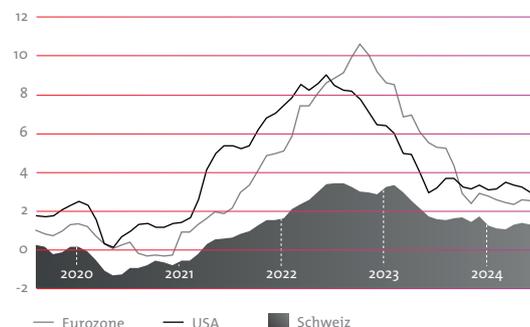
Es wird erwartet, dass die Leitzinsen der US-Notenbank im September gesenkt werden, was den Beginn des Zinssenkungszyklus markieren wird. Die Wirtschaftsaussichten bleiben positiv.

### Die US-Notenbank wird ihre Zinssätze im September senken

Die Inflation hat sich nun schon seit mehreren Quartalen stabilisiert. Im Juli lag sie in den USA bei 2,9%, in Europa bei 2,6% und in der Schweiz bei 1,3%. Die Inflationsszahlen der letzten drei Monate sind sehr beruhigend. In den USA zum Beispiel lag die Inflation zwischen Juni und Juli bei 0,2%, was einem sehr niedrigen Wert entspricht. Auch in den Vormonaten waren die Veränderungen sehr niedrig. Die US-Notenbank hat ihre Leitzinsen seit der letzten Erhöhung im Juli 2023 noch nicht gesenkt. Wir gehen davon aus, dass bei der nächsten Sitzung am 17. und 18. September eine erste Senkung beschlossen wird, was zugleich den Beginn des Zinssenkungszyklus markieren wird. Angesichts der leichten Konjunkturabschwächung könnte die Zentralbank in den USA in Verzug sein. Demnach ist bis zum Jahresende mit weiteren Zinssenkungen zu rechnen, wodurch die Untätigkeit während des zweiten Quartals korrigiert würde.

### Die Inflation hat sich seit Ende 2023 stabilisiert

Jährliche Veränderung, in



3

### Die Arbeitslosenquote in den USA stieg im Juli wieder auf 4,3%

In %



### Die jüngsten Arbeitsmarktzahlen deuten nicht auf eine Rezession hin

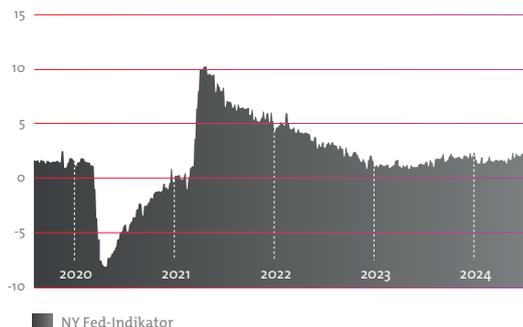
Die Arbeitslosenquote in den USA stieg im Juli von 4,1% auf 4,3%. Gleichzeitig blieb die Zahl der neu geschaffenen Stellen hinter den Erwartungen zurück. Dies reichte aus, um das Gespenst einer Rezession wieder aufleben zu lassen. Unserer Ansicht nach sind die Rezessionsängste in dieser Phase übertrieben. Eine Arbeitslosenquote von 4,3% ist immer noch auf einem historisch niedrigen Niveau, viel niedriger als während der letzten Rezessionen von 2000 oder 2008. In diesem Jahr wurden im Durchschnitt 200.000 neue Stellen pro Monat geschaffen, während es während den Rezessionen weniger als 50.000 pro Monat waren. Letztendlich befinden sich die offenen Stellen auf einem Rekordniveau, was ein stützender Faktor für den Arbeitsmarkt und die Verbraucher bleiben wird. Demnach zeigen die jüngsten Zahlen eher auf eine mässig expandierende Wirtschaft als auf eine Rezession (siehe Kästchen unten).

### Die wirtschaftlichen Aussichten sind positiv

Parallel zu den Beschäftigungszahlen bleiben viele Wirtschaftsindikatoren positiv. In den grossen Regionen halten sich die Einkaufsmanagerindizes mit über 50 Punkten im Expansionsbereich. Die letzten Rezessionsängste reichen bis Oktober 2023 zurück. In diesem Zeitraum befanden sich die Einkaufsmanagerindizes auf niedrigeren Niveaus und insbesondere in Europa im Schrumpfbereich. Neben dem erstellt die Federal Reserve Bank of New York ein Modell, mit dem die US-Wirtschaftsaktivität in Echtzeit vorhergesagt werden soll: den New York Fed Nowcast (siehe Grafik). Dieser beinhaltet Daten über den Wohnungs- und Bausektor, das verarbeitende Gewerbe, Umfragen, Verkaufs- und Konsumdaten, den Arbeitsmarkt usw. Durch die Aggregation all dieser Daten ergibt das Modell eine Schätzung des US-BIP-Wachstums für das laufende Quartal von ca. 2%.

### Der Wirtschaftsindikator der New Yorker Fed bleibt im positiven Bereich

Geschätztes BIP-Wachstum in %, Modell der New Yorker Fed



Quelle: ISEG Datastream, WKB

## Sahms Regel und Rezessionen

Claudia Sahm, eine ehemalige Ökonomin der US-Notenbank, hatte folgende Regel aufgestellt: Wenn die durchschnittliche Arbeitslosigkeit der letzten drei Monate um 0,5 Prozentpunkte von ihrem Tiefststand ansteigt, befinden wir uns in den ersten Monaten einer Rezession. Mit den jüngsten Zahlen

des US-Arbeitsmarktberichts haben einige Ökonomen und Zeitungen wieder auf diese Regel verwiesen und vor einer bevorstehenden Rezession gewarnt. Die Arbeitslosenquote steigt jedoch nicht aufgrund von Stellenstreichungen, sondern aufgrund von Neueintritten in den Arbeitsmarkt. Folglich gilt die Sahms Regel dieses Mal nicht, was von Claudia Sahm selbst bestätigt wurde.

## Wie haben sich die Finanzmärkte entwickelt?

Die Aktienkurse gingen Anfang August zurück, bevor sie sich aufgrund guter Wirtschaftsdaten wieder erholten. In diesem volatilen Umfeld wertete sich der Schweizer Franken auf.

4

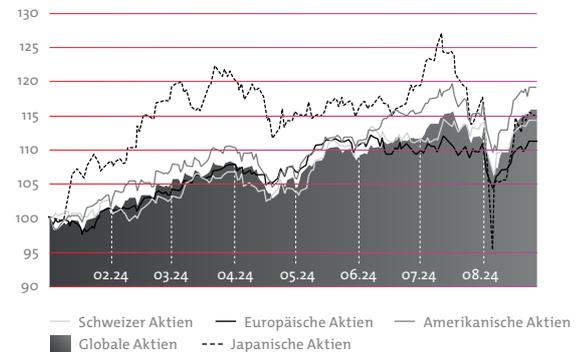
### Achterbahnfahrt an den Aktienmärkten

Der August war ein turbulenter Monat für die Aktienmärkte. Die US-Arbeitsmarktdaten blieben hinter den Erwartungen zurück und aktivierten die Sahm-Regel, die auf eine Rezession hindeutet (siehe Seite 2). Diese übertriebenen Ängste führten dazu, dass die globalen Aktien innerhalb von zwei Tagen um etwa 10% fielen. Darüber hinaus wurde diese Korrektur durch die Auflösung von Carry-Trade-Positionen im japanischen Yen (siehe Seite 4) verstärkt. Dieser Einbruch der Weltbörsen wurde durch die geringen Aktienvolumina, die während des Sommers gehandelt wurden, noch verstärkt. Schliesslich beruhigte die japanische Zentralbank (BoJ) am 7. August die Märkte. Sie kündigte an, die nächsten Zinserhöhungen aufzuschieben. Diese Nachricht und mehrere positive Wirtschaftsindikatoren sorgten dafür, dass sich die Aktienmärkte weltweit wieder erholten und einen Teil des Rückgangs ausgleichen konnten.

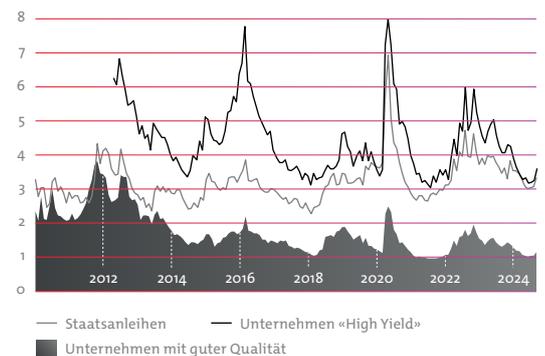
### Risikante Anleihen halten stand

Die Nervosität an den Finanzmärkten hatte deutliche Auswirkungen auf Aktien und Devisen, hielt sich jedoch im Bereich der Hochrisikoranleihen auf geringem Niveau. Auf den Anleihemärkten gingen die Renditen bei als sicher geltenden Anleihen zurück (Erwartung der Leitzinssenkung in den USA), stiegen aber bei riskanten Anleihen nicht wirklich an. Infolgedessen gingen die Risikoprämien (Spreads) etwas auseinander, was riskante Anleihen noch attraktiver machte. Die Anleger hielten während der Panik an ihren Hochzins- und Schwellenländeranleihen fest. Sie sind nach wie vor zuversichtlich, dass diese dank der hohen absoluten Renditen gute Aussichten bieten und somit im Falle eines starken Wirtschaftsabschwungs einen gewissen Schutz bieten würden.

Der Stress an den Märkten wirkte sich auf alle Börsen aus  
Basis 100, in lokaler Währung



Risikoaufschläge für Kreditanleihen erneut gestiegen  
Risikoprämie, in %



«Mehrere positive Wirtschaftsindikatoren sorgten dafür, dass sich die Weltbörsen erholten und einen Teil des Rückgangs vom August wieder wettmachten.»

### Der CHF gewinnt gegenüber dem EUR und USD an Stärke

Die US-amerikanische Währung und die europäische Einheitswährung setzen ihren seit Mai beobachteten Abwärtstrend gegenüber dem Schweizer Franken auch im Sommer fort. Dieser Rückgang ist auf mehrere Faktoren zurückzuführen. Erstens: Im Mai und Juni belasteten die Ergebnisse der Europawahlen und der bevorstehenden US-Wahlen die beiden Währungen. Im Juli und August brachten einige Wirtschaftsdaten wieder Volatilität in die Börsen, da eine Rezession befürchtet wurde. Die Finanzmärkte erwarten daher, dass die Anzahl der Zinssenkungen in Europa und den USA steigen wird. Im Falle von Zinssenkungen seitens der EZB und der FED würde sich die Zinsdifferenz zum Schweizer Franken verringern, was wiederum den Euro und den Dollar belastet. Ausserdem gewinnt der Schweizer Franken, die Zufluchtswährung schlechthin, in Zeiten der Volatilität bekanntlich an Wert.

Der Schweizer Franken ist seit Juli stärker geworden  
Wechselkurs

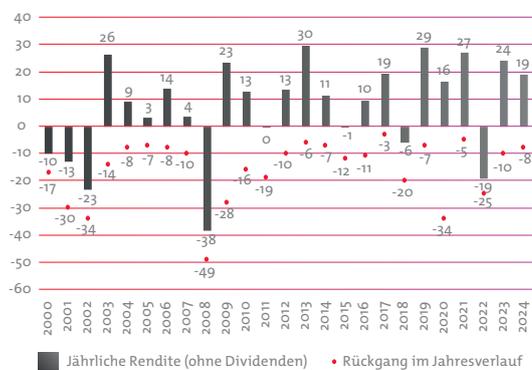


Quelle: ISEF Datastream, WKB

## Anlageklassen im Fokus

**Der Börsenrückgang ist nicht durch grundlegende Veränderungen der Wirtschaft bedingt. Die Stimmung an den Börsen ist auf ein vernünftiges Niveau zurückgekehrt.**

### Performance und Maximalverluste während des Jahres des S&P 500 in %

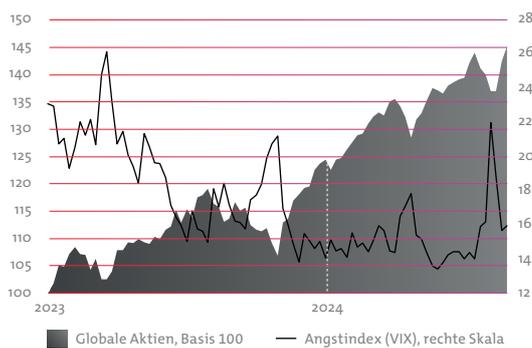


### Die jüngste Korrektur ist eher technischer als fundamentaler Natur

Der jüngste Börsenrückgang überraschte durch ihre Schnelligkeit und ihr Ausmass. Allerdings korrigieren die Börsen häufig. Historisch gesehen kommt es relativ regelmässig, ja fast jedes Jahr, zu einem Rückgang um 5% bis 10%. Ein Rückgang in der Grössenordnung von 20% findet dagegen etwa alle vier Jahre statt. Demnach gehört die jüngste Börsenbaisse zum normalen Lauf der Dinge. Ein Rückgang um 10% tritt ein, wenn sich die Wahrnehmung der Anleger ändert und das vorherrschende Wirtschaftsszenario in Frage gestellt wird. Und wenn wir die Stimmungsindikatoren auf den Finanzmärkten messen, sehen wir eine Entspannung, d.h. die Indikatoren sind jetzt auf einem gesünderen Niveau. So erreichte der Angstindex an den Börsen, der Volatilitätsindex, hohe Werte, bevor er sich wieder normalisierte. Im Vergleich zu vor einem Monat gibt es keine neuen Faktoren, die unser Wirtschaftsszenario grundlegend verändern würden. Daher ist die Korrektur eher auf technische als auf fundamentale Faktoren zurückzuführen.

### Aktien haben in der Regel einen Tiefpunkt, wenn der Angstindex hoch ist Globale Aktien (Basis 100) und Angst-Index (in Punkten)

Quelle: ISEC Datastream, WKB



### Die Stimmung an den Börsen, die im Juli auf einem hohen Niveau war, sank auf ein gesünderes Niveau

Der Rückgang an den Finanzmärkten Anfang August scheint gesund zu sein. Im Juli waren die Marktpositionierung und Markterwartungen hoch und die Marktteilnehmer sehr optimistisch. Während der Korrektur stieg der Angstindex wieder an, was ein Zeichen dafür ist, dass der Optimismus verfliegen ist. Auch andere Indikatoren, die die Stimmung messen, entspannten sich. Infolgedessen haben Aktien seit Juli an Attraktivität gewonnen. Neben der Stimmung gibt es noch weitere Argumente, die für Aktien sprechen. Erstens ist der mittelfristige Trend weiterhin positiv. Der Rückgang im August ist eine Zwischenkorrektur in einem strukturellen Aufwärtstrend, der seit vielen Jahren anhält. Zweitens verzeichneten die Unternehmen im zweiten Quartal weltweit solide Gewinne, was ein Zeichen dafür ist, dass die Geschäftslage weiterhin gut ist.

## Was ist «Carry Trade» oder ein Zinsdifferenzgeschäft?

«Carry Trade» bezeichnet ein Spekulationsgeschäft, das auf Zinsunterschiede zwischen zwei Währungen basiert. Dabei finanziert man sich zu niedrigen Kosten in einer Währung und investiert in eine Währung mit höheren Zinsen.

Beispiel: Ein Anleger leiht sich japanische Yen zu niedrigen Kosten (niedrige Zinsen in Japan). Um seine Rendite zu maximieren, wandelt er seine Yen in eine Währung mit hohen Zinssätzen um, wie z. B. mexikanische Pesos oder australische Dollar. Anschliessend investiert er die umgewandelten Währungen in Vermögenswerte des Landes (Aktien oder Obligationen). Auf diese Weise macht sich der Anleger die Zinsdifferenz zunutze.

### Warum sind Carry Trades in japanischen Yen so beliebt geworden?

Seit über 30 Jahren wird von der Carry-Trade-Strategie in Yen häufig Gebrauch gemacht, da die japanischen Zinsen niedrig sind. Seit 2022, als die Zinsen weltweit ausser in Japan stiegen, gewann dieses Geschäft an Bedeutung.

Schliesslich begann die BoJ im 2024 mit der Anhebung der Zinsen, und das bereits zweimal. Carry Trades verloren an Attraktivität, da die Kreditkosten in Yen wieder stiegen und die Anleger daher ihre Positionen reduzierten.

# Positionierung und Veränderungen

6



← → Änderungen sind durch rote Pfeile und Schrift gekennzeichnet.

## Kommentar zu den Anlageentscheidungen

Die Börsen sind Anfang August aus Angst vor einer Rezession gefallen. Wir beobachten auf globaler Ebene keine wirtschaftliche Verschlechterung. Folglich nutzen wir den Rückgang, um den Aktienanteil wieder auf «übergewichtet» zu erhöhen.



7

### Anatomie des Börsenrückgangs im August

Gleich zu Beginn des Monats August, am Freitag, den 2. August, schürte der US-Arbeitsmarktbericht erneut Rezessionsängste und die Börsen begannen zu fallen. Am Montag, dem 5. August, brach die Tokioter Börse um fast 20% ein, während der japanische Yen in einer Bewegung zur Auflösung der sogenannten Carry-Trade-Geschäfte in die Höhe schnellte. Zwei Tage später beruhigte die japanische Zentralbank die Finanzmärkte, indem sie ankündigte, dass die japanischen Zinssätze

### Die Rezessionsängste sind übertrieben; wir nutzen den Rückgang, um den Aktienanteil wieder auf «übergewichtet» zu erhöhen

Neben dem Arbeitsmarkt wachsen auch die zusammenfallenden und vorlaufenden Wirtschaftsindikatoren. Richtet man zudem ein besonderes Augenmerk auf die jüngsten Zahlen des globalen Arbeitsmarktes, zeigt sich, dass in Grossbritannien und Frankreich die Arbeitslosenquote im Juli stark gesunken ist, was im Gegensatz zu den US-Zahlen steht. Daher halten wir die Rezessionsängste für übertrieben und bestätigen unser Szenario, das von einer moderaten Expansion der Wirtschaft ausgeht.

«In Grossbritannien und Frankreich sanken die Arbeitslosenquoten im Juli auf ihren niedrigsten Stand, was im Gegensatz zu den Beschäftigungszahlen in den USA steht.»

Auf der Seite der Inflation und der Zinssätze, und das ist vielleicht der wichtigste Punkt, gehen die Entwicklungen in die richtige Richtung. Die Inflation in den USA ist im Mai, Juni und Juli stark zurückgegangen. Die Tendenz der letzten Monate ist äusserst ermutigend. Mit diesem Trend können die Finanzmärkte mit einem Zinssenkungszyklus rechnen, welcher allmählich zu einer «Normalisierung der Geldpolitik» führt.

in den nächsten Monaten niedrig gehalten werden sollten. Nach dieser Intervention werden die Märkte ihren Tiefpunkt erreicht haben – ein Damoklesschwert weniger.

Infolge der jüngsten Entwicklungen in der Wirtschaft und an den Finanzmärkten erhöhen wir daher den Aktienanteil auf «übergewichten». Da die Korrektur an den Börsen eher technischer als fundamentaler Natur ist, ist dies ein guter kurzzeitiger Einstiegspunkt. Die sehr ermutigenden Inflationsdaten werden die Märkte mittelfristig stützen.



*Cotting M.*

**Mathias Cotting, CFA**  
Chefökonom

# Übersicht Performance (Gesamtrendite)

8

Aktien	Seit 1 Monat (%, in Lokalwährung)	2024 (%, in Lokalwährung)	2024 (%, in CHF)
Welt	3,5	16,4	17,1
Schweiz	0,9	12,5	12,5
Eurozone	0,8	9,8	11,7
USA	3,0	18,5	19,2

Obligationen	Seit 1 Monat (%, in Lokalwährung)	2024 (%, in Lokalwährung)	2024 (%, in CHF)
Staatsanleihen	2,1	1,5	2,2
Unternehmensanleihen	5,2	6,6	7,2
Entwicklungsländer USD	4,4	8,9	9,5

Zinsen	in %	Seit 1 Monat (absolute Veränderung)	2024 (absolute Veränderung)
3 Jahre - Schweiz	0,48	-0,13	-0,84
3 Jahre - Deutschland	2,26	-0,21	-0,33
3 Jahre - USA	3,75	-0,45	-0,44
10 Jahre - Schweiz	0,44	-0,06	-1,16
10 Jahre - Deutschland	2,25	-0,16	-0,31
10 Jahre - USA	3,82	-0,38	-0,01

Währungen	Wechselkurs	Seit 1 Monat (%)	2024 (%)
EUR/CHF	0,946	-1,3	1,8
USD/CHF	0,847	-4,1	0,6

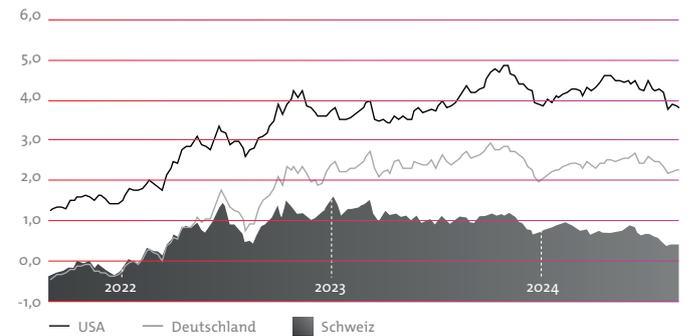
Alternative Anlagen	Kurs/Preis	Seit 1 Monat (%)	2024 (%)
Immobilien indirekt Schweiz	190	-1,0	6,4
Gold (USD/Unze)	2514	5,5	21,7
Öl (WTI, USD/Fass)	78	-0,2	9,1

Angaben vom 26.08.24  
Quelle: LSEG Datastream, WKB

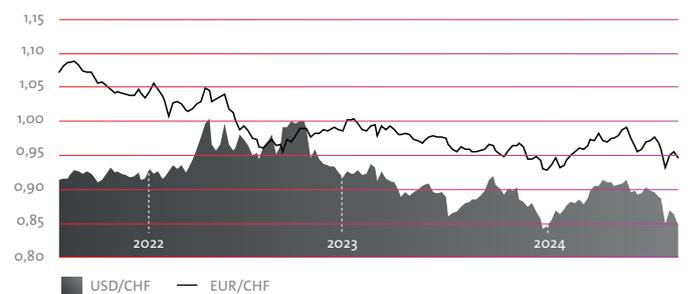
## Schweiz und Welt (Preisindex)



## Zinssätze für 10-jährige Staatsanleihen



## Wechselkurse



## Gold- und Immobilienpreise



Quelle: LSEG Datastream, WKB