

# Market

Juli 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, Leiter Advisory  
Grégoire Genolet, Investment Manager  
Marc Farquet, Mitarbeiter Asset Management

**Vorwort**

Sitten, 1. Juli 2024

**Welche Route zeigt das GPS beim Investieren an?**

Mit dem Monat Juli beginnen auch offiziell die Ferien und damit die Planung der Route zum Meer, zu den Bergen oder zu anderen Orten, die es zu entdecken gibt. Auch der Vorgang des Investierens ist eine Art Reise, die geplant werden muss. Konkret muss man beim Investieren herausfinden, welche Anlageklassen interessant sind und welche die besten Investitionsmöglichkeiten bieten. Bei einer Ferienreise sollte die Route so geplant werden, dass das Endziel auf dem kürzesten und bequemsten Weg erreicht wird, während beim Investieren nach den besten Anlagen gesucht wird, um eine gute Performance zu erzielen.

**Die auf dem GPS-Display angezeigte Route ist insgesamt störungsfrei**

Mit dem Konjunktur-GPS wird hauptsächlich die mittelfristige Attraktivität von Aktien bewertet. Parametrisiert wird es nach mehreren Faktoren: Wirtschaftswachstum, Inflation und Zinssätze. Welche Route wird uns also vorgeschlagen? Das Wirtschaftswachstum erst einmal ist in den grossen Regionen positiv. Im ersten Quartal dieses Jahres erwies sich das Wirtschaftswachstum in den USA (+0,4% im 1. Quartal gegenüber dem Vorquartal), Europa (+0,3% im 1. Quartal) und Grossbritannien (+0,6% im 1. Quartal) einmal mehr als widerstandsfähig. Die Aussichten deuten auf eine Fortsetzung dieses positiven Trends hin. Die Inflation bleibt zwar in mehreren Ländern präsent, ist aber im Grossen und Ganzen unter Kontrolle. Das Risiko, dass die Inflation wieder ansteigt, ist relativ gering. Der grosse Inflationsschock liegt nun hinter uns. Die Inflation befindet sich auf einem Niveau, auf dem sich die Märkte historisch gesehen gut verhalten haben. Schliesslich wird eine Senkung der Leitzinsen in den nächsten Monaten erwartet, was für die Wirtschaft, Unternehmen und Anleger eine positive Entwicklung ist.

Auf dem Display unseres GPS-Geräts werden mittelfristig keine grösseren Störungen gemeldet. Der Anleger kann über seine Investments beruhigt sein.

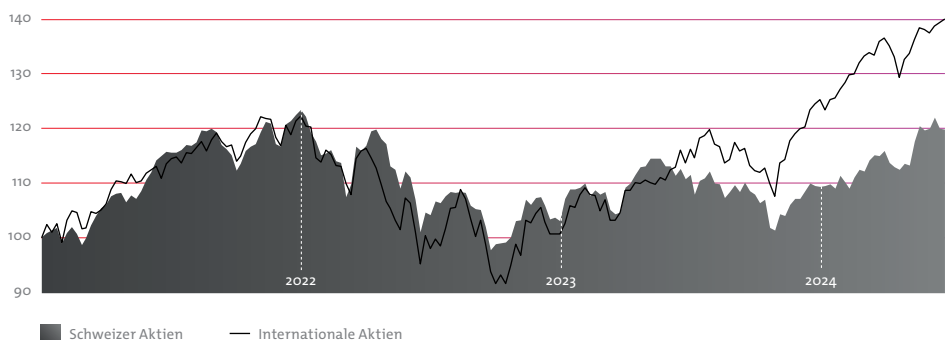
**Welche Umwege muss man einplanen und wo gibt es die besten Investitionsmöglichkeiten?**

Das Navigationsgerät kann sich während der Fahrt anpassen, um die beste Route zu nehmen und allfällige Baustellen, starkes Verkehrsaufkommen, Staus und alle anderen möglichen Störungen zu umfahren. Wie müssen die Portfolios heute im Hinblick auf die kurzfristige Marktentwicklung angepasst werden? Auf Anleiheebene sind die Renditen von High-Yield-Anleihen sehr attraktiv. Auf dem US-Markt wie auch auf dem europäischen Markt bieten sie etwa 8% Rendite pro Jahr. Diese Anleihen gehören zwar zum risikoreichsten Segment, doch die derzeit damit verbundenen Renditen gehören zu den höchsten der letzten zehn Jahre. Bei einer solchen Konstellation kann das Renditeniveau viele Schocks mit positiven Renditen abfedern.

Zweitens haben wir global gesehen eine positive Sicht für Aktien, insbesondere auf bestimmte Marktsegmente wie Small- und Mid-Cap-Unternehmen. Letztere haben in den letzten Jahren unter den hohen Zinsen gelitten. Mit der Aussicht auf allmählich sinkende Zinsen bieten sie auch die Aussicht auf eine Aufholjagd und auf attraktive Renditen.

Eine empfehlenswerte Route für ein Portfolio wäre schliesslich die Aufnahme von Schweizer Aktien. Diese liegen vor allem wegen der Aufwertung des Schweizer Francs gegenüber mehreren Fremdwährungen im 2022 und 2023 hinter den internationalen Aktien zurück. Der Wiederanstieg des Euros und des Dollars in diesem Jahr dürfte sich positiv auf die zahlreichen Schweizer Exportunternehmen auswirken.

**Schweizer Markt steht hinter internationalen Aktien zurück**  
Performance auf Basis 100, in lokaler Währung



Quelle: LSEG Datastream, WKB

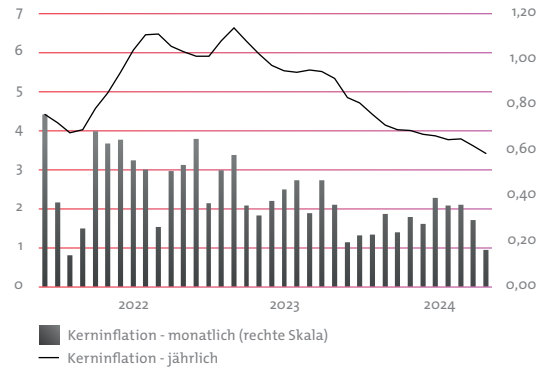
# Einschätzung der wirtschaftlichen Situation

**Die Inflation normalisiert sich weiter. Europa, Kanada und die USA senken im Laufe des Monats Juni ihre Leitzinsen.**

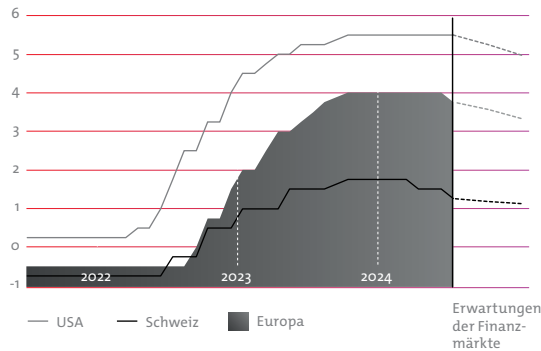
## Die Inflation setzt ihren Normalisierungskurs fort

Die jüngsten Inflationszahlen für den Monat Mai sind seit einigen Monaten relativ stabil. Die Inflation liegt in den USA, Europa und der Schweiz derzeit bei 3,3%, 2,6% bzw. 1,4% (Gesamtinflation, Veränderung über ein Jahr). Während die Güterinflation je nach Region sehr niedrig oder sogar negativ ist, bleibt die Inflation bei den Dienstleistungen weiterhin auf einem hohen Niveau. Doch wir beobachten einige ermutigende Daten für die kommenden Monate. Zunächst einmal entspannt sich der Arbeitsmarkt auf globaler Ebene. Dieser Trend dürfte das Lohnwachstum verlangsamen, was in den USA bereits seit einigen Monaten zu beobachten ist. Da ein grosser Teil der Kosten im Dienstleistungssektor auf die Löhne entfällt, dürften die Preissteigerungen in diesem Sektor zurückgehen. Zweitens waren die zuletzt veröffentlichten Zahlen aus den USA sehr schwach. Die Kerninflation stieg zwischen April und Mai um 0,16%. Dies ist die niedrigste Zahl seit 2021.

## Kerninflation (monatlich) in den USA auf dem niedrigsten Stand seit 2021



## Leitzinsen und Erwartungen der Finanzmärkte



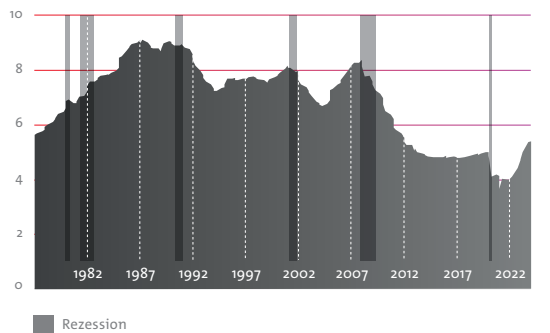
## Europa, Kanada und die Schweiz senken die Zinsen im Juni

Am vergangenen 6. Juni gab es in Frankfurt keine Überraschung: Die Europäische Zentralbank (EZB) senkte ihren Leitzins von 4% auf 3,75%. Der mit Spannung erwartete Beginn des Leitzinssenkungszyklus hat nun in Europa und in Kanada begonnen. In der Schweiz wurden die Leitzinsen im Juni ein zweites Mal gesenkt. Diese Zinssenkungen erfolgten in einem Umfeld, in dem die Geldpolitik aufgrund der sinkenden Inflation gestrafft wurde. Aktuell wird die Geldpolitik neu ausgerichtet. Da die Inflation noch immer über den Zielwerten liegt und das Wirtschaftswachstum positiv bleibt, besteht für die Zentralbanken jedoch keine Eile. Für 2025 passte die EZB nämlich ihre Inflationsprognose von den prognostizierten 2,4% im vergangenen März auf 2,8% im Juni an. Die US Federal Reserve lässt ihre Zinssätze weiterhin unverändert. Später in diesem Jahr dürfte sie die Zinsen ebenfalls senken. Der «Dot Plot» der Fed (siehe Kästchen unten) deutet auf eine einzige Senkung für 2024 hin.

## Die wirtschaftlichen Aussichten bleiben positiv

Während die Marktzinsen seit über zwei Jahren wieder steigen, sind die Zinszahlungen der US-Haushalte nur geringfügig gestiegen und bleiben im Vergleich zum Einkommen sogar auf einem relativ niedrigen Niveau. Dies ist darauf zurückzuführen, dass etwa 70% der Schulden der privaten Haushalte in den USA auf Hypothekarkredite entfallen, deren Zinssätze mit langfristigen Laufzeiten festgesetzt werden. Studendarlehen, Autoleasing und Kreditkarten, deren Zinssätze schneller schwanken können, machen zusammen weniger als 30% der Schulden der Haushalte aus. Die US-Haushalte haben also gesunde Bilanzen und dürften die Wirtschaftstätigkeit weiterhin unterstützen. Darüber hinaus steigen die Löhne immer noch stärker als die Inflation und die Arbeitslosenquoten bleiben niedrig. Die vorlaufenden Wirtschaftsindikatoren sind weiterhin auf einem hohen Niveau, was darauf hindeutet, dass sich das globale Wachstum beschleunigen könnte.

## Der amerikanische Verbraucher ist finanziell gesund



Quelle: LSEG Datastream, WKB

## Was sind die «Dot Plots» der Fed?

Der «Dot Plot» ist eine Grafik, die die Zinsprojektionen der Mitglieder des Federal Reserve Committee in den USA darstellt. Diese seit 2010 verfügbare Umfrage spiegelt

die Erwartungen hinsichtlich der Zinssätze, der Inflation und des Wachstums in den kommenden Jahren wider. Sie findet einmal pro Quartal statt. Die Umfrage vom März zeigte drei Zinssenkungen der Fed für dieses Jahr. Im Juni wurde der «Dot Plot» der Fed überarbeitet, sodass im 2024 nun nur noch eine Zinssenkung erwartet wird (mediane Projektion der Federal-Reserve-Gouverneure).

## Wie haben sich die Finanzmärkte entwickelt?

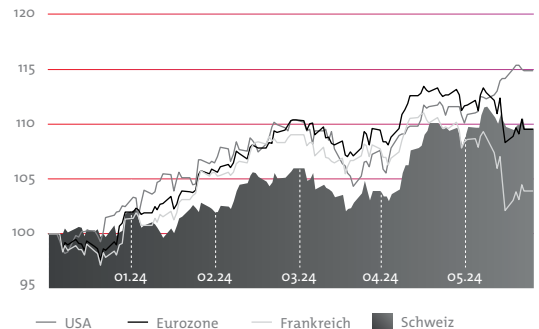
**US-Aktien entwickelten sich weiterhin gut, unterstützt vom anhaltenden Hype um künstliche Intelligenz. Das Länderrisiko in Frankreich ist mit dem Auseinanderdriften der Risikoprämie gestiegen.**

4

### Paris sinkt, New York steigt

Der durch Frankreich in Mitleidenschaft gezogene europäische Markt gerät aus den Fugen. Während der Aufstieg der Extremen im Europäischen Parlament erwartet wurde, kam die Auflösung der Nationalversammlung völlig unerwartet. Dieser Entscheid belastete den CAC 40, den Index der 40 grössten französischen Unternehmen, der seit den letzten Höchstständen um etwa 6% gefallen ist, stark. Demgegenüber verhält sich der US-Markt, welcher sich auf einem neuen Rekordniveau befindet, weiterhin sehr gut. Jenseits des Atlantiks hat die Veröffentlichung der Ergebnisse des Technologieunternehmens Nvidia den US-Aktien neuen Schwung verliehen. Die jüngste gute Performance in den USA hängt also mit dem anhaltenden Hype um die künstliche Intelligenz zusammen. In der Schweiz gewinnen die Aktien wieder an Zugkraft und kehren in den Sog der internationalen Märkte zurück, wodurch sich der grosse Abstand, der sich im vergangenen März aufgebaut hatte, verringerte.

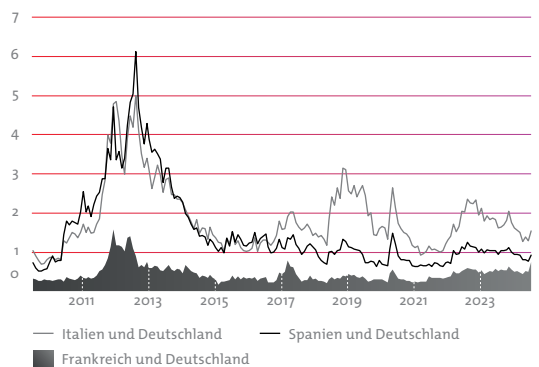
**Ausserhalb Europas werden die Märkte von den Unsicherheiten in Frankreich kaum beeinflusst**  
Aktienperformance, Basis 100, in lokaler Währung



### Risikoprämien für Frankreichs Schulden steigen nach der Auflösung der Nationalversammlung

Die Obligationsrenditen sind in der Schweiz am niedrigsten. Schweizer Obligationen bieten nur eine Rendite von durchschnittlich etwa 1,2%. Bei der Eurozone beträgt diese Rendite etwa 3%. In den USA schliesslich liegen die Renditen bei über 4%. Diese Unterschiede spiegeln die Inflationsniveaus wider, die in den drei Wirtschaftsräumen unterschiedlich sind, sowie die aktuelle Politik der jeweiligen Zentralbanken. In Frankreich führte die überraschende Auflösung der Nationalversammlung zu einem Auseinanderdriften der Spreads für Frankreichs Schulden gegenüber Deutschlands Schulden. Die Angst, dass einer der beiden in den Umfragen favorisierten Blöcke (der Linksblock oder der rechtsextreme Block) die Kontrolle über die Finanzen übernehmen könnte, beunruhigt die Anleihenmärkte. Frankreichs Schulden wurden in der Woche nach der Auflösung des Parlaments auf dem gleichen Niveau wie Portugals Schulden gehandelt.

**Kreditrisikoprämien für Peripherieländer steigen leicht an**  
Kreditrisikoprämien gegenüber Deutschland, in %

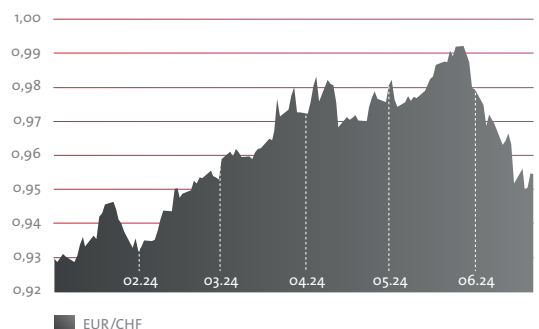


« Die Situation in Frankreich hat kaum Auswirkungen auf die globalen Finanzmärkte. »

### Die Europäische Zentralbank und Frankreichs Politik belasten den EUR/CHF

Der Euro schafft die Parität nicht und verliert seit Ende Mai sogar an Wert gegenüber dem Schweizer Franken. Der Wechselkurs ist von 0.99 vor einigen Wochen auf derzeit weniger als 0.96 gefallen. Mehrere Faktoren haben der Einheitswährung zu schaffen gemacht. Erstens hat sich Macron vom Aufstieg der rechten Parteien bei den Europawahlen zu einem Pokerspiel hinreissen lassen. Die Auflösung der Nationalversammlung und die Wahlen in Frankreich führen zu viel Unsicherheit in Europa und machen dadurch der Einheitswährung zu schaffen. Zweitens verringerte die Leitzinssenkung durch die EZB am vergangenen 6. Juni das Zinsgefälle zwischen Europa und der Schweiz und stärkte damit die Schweizer Währung weiter. Nach der Leitzinssenkung der Schweizerischen Nationalbank (SNB) um 25 Basispunkte stieg das Zinsgefälle am 20. Juni jedoch wieder an. Nach dem Entscheid der SNB erholte sich der Euro gegenüber dem Schweizer Franken nur geringfügig und blieb deutlich unter dem Niveau von Ende Mai.

**Der Euro hat in den letzten Wochen gegenüber dem Schweizer Franken an Wert verloren**  
Wechselkurs EUR/CHF

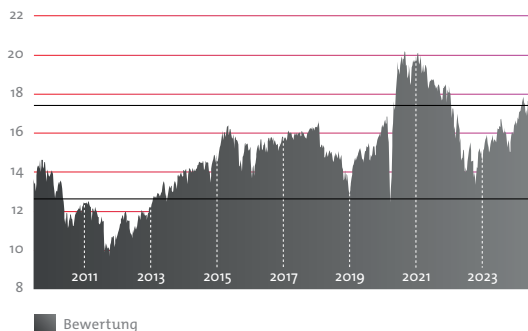


Quelle: ISEG Datastream, WKB

## Anlageklassen im Fokus

**Trotz einer Bewertung über der Norm bleiben Aktien attraktiv. Immobilienfonds dürften sich während der Zeit der Kapitalerhöhungen der Fonds seitwärts bewegen.**

### Die Bewertung globaler Aktien ist höher als die Norm Verhältnis Preis - geschätzter Gewinn 12 Monate

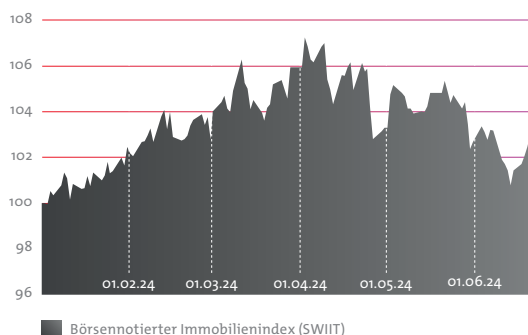


### Aktienanlagen bleiben auf mittlere Sicht interessant

Derzeit beobachten wir bei den Aktienmärkten ein interessantes Muster.

Erstens ist das makroökonomische Umfeld, in dem sich die Unternehmen allmählich erholen, weiterhin günstig. Zweitens ist die Stimmung an den Märkten zwar positiv aber nicht übertrieben. Zusätzlich bleiben die technischen Marktindikatoren mittelfristig ebenfalls ermutigend. Die Bewertung der globalen Märkte (Aktienkurse im Verhältnis zu den Gewinnen) ist historisch gesehen allerdings hoch. Dies lässt sich jedoch mit der grossen Gewichtung der führenden Technologieunternehmen (insbesondere Microsoft, Alphabet, Nvidia, Apple und Amazon erklären), welche mit hohen Bewertungen gehandelt werden. Diese Unternehmen verzeichnen aber ein starkes Gewinnwachstum und ein sehr hohes Rentabilitätsniveau. Daher sind die hohen Bewertungen dieser Unternehmen unserer Ansicht nach gerechtfertigt. Abgesehen von diesen Firmen sind die Bewertungen der Märkte angemessen.

### Performance von kotierten Immobilien in der Schweiz Seit Anfang des Jahres



### Immobilienfonds werden durch Kapitalerhöhungen benachteiligt

Seit April dieses Jahres hat der Markt für börsennotierte Immobilienfonds korrigiert. Ein Hauptgrund für diese Korrektur war die Ankündigung von Immobilienfonds, in den nächsten Wochen ihr Kapital stark zu erhöhen. In der Tat können Kapitalerhöhungen den Markt belasten. Dieser Preisdruck wird während eines Teils der zweiten Jahreshälfte anhalten. Die Entscheidung der Schweizerischen Nationalbank vom 20. Juni hat dem Immobilienmarkt jedoch wieder etwas Schwung gegeben. Derzeit werden Immobilienfonds zu attraktiven Bewertungsniveaus gehandelt. In den kommenden Monaten rechnen wir mit einer Seitwärtsbewegung und ab November mit einer Rückkehr zu einem Aufwärtstrend, da dann normalerweise die Zeit der Kapitalerhöhungen endet.

## Warum machen Immobilienfonds Kapitalaufstockungen?

Diese werden zur Finanzierung von neuen Projekten, Käufen und/oder Renovierungen des bestehenden Immobilienbestands verwendet. Immobilienfonds dürfen eine maximale Verschuldung von einem Drittel haben, während der Rest durch Eigenkapital finanziert werden muss.

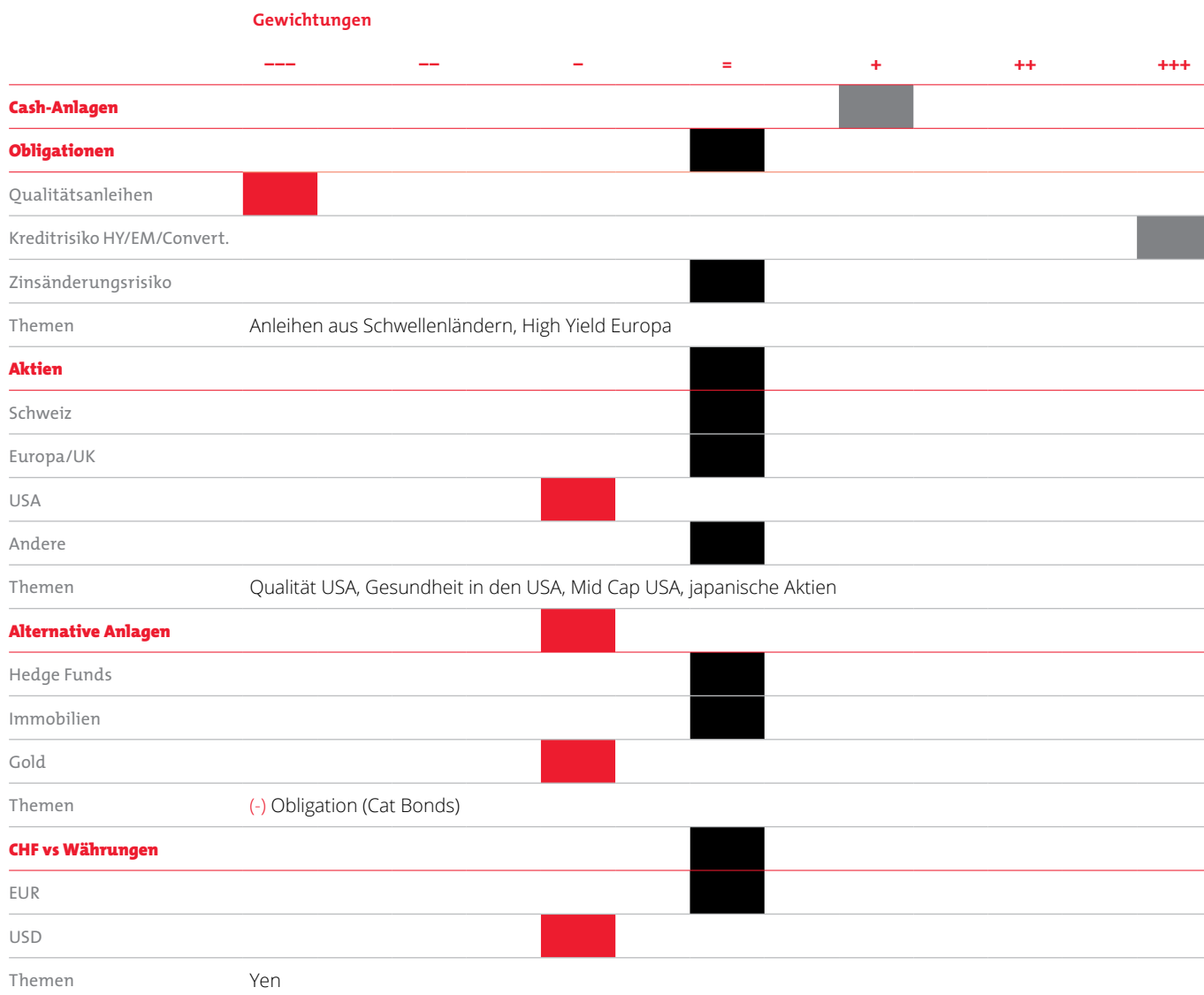
Warum korrigiert der Markt während dieser Zeit?

Wenn sich ein Anleger an einer Kapitalaufstockung beteiligt, kauft er Anteile des Fonds, ohne über den börsennotierten Markt zu gehen. Ausserdem

verkaufen manche Anleger auf dem Markt Anteile anderer Fonds, um sich an Kapitalaufstockungen zu beteiligen. Sie haben also während eines kurzen Zeitraums weniger Käufer und mehr Verkäufer. Für 2024 erwarten wir Kapitalaufstockungen von über 6 Milliarden, also 10% der gesamten Marktkapitalisierung aller börsennotierten Schweizer Immobilienfonds.

# Positionierung und Veränderungen

6



← → Änderungen sind durch rote Pfeile und Schrift gekennzeichnet.

## Kommentar zu den Anlageentscheidungen

**Die politischen Entscheidungen in Frankreich haben kaum Auswirkungen auf die Finanzmärkte. Das wirtschaftliche Umfeld bleibt für Aktien mittelfristig konstruktiv.**



7

### **Wahlen in Europa und Frankreich haben relativ geringe Auswirkungen auf die globalen Finanzmärkte**

Die Wahlen in das Europaparlament zeigten einen klaren Sieg der rechtsextremen/populistischen Parteien. Zunächst reagierten die Finanzmärkte nicht gross. Die Situation änderte sich jedoch, als der französische Präsident als Reaktion auf die Ergebnisse Neuwahlen ankündigte. Die europäischen Märkte reagierten darauf.

«Die Unsicherheiten in Frankreich haben die Volatilität auf die europäischen Märkte zurückgebracht. Angesichts der beobachteten Bewegungen handelt es sich jedoch nicht um Schwankungen, wie sie bei Krisen zu beobachten sind.»

Das Haushaltsdefizit und die Staatsverschuldung Frankreichs sind nämlich ohnehin schon zu hoch und bei einem starken Vormarsch der Front National ist mit einer weiteren deutlichen Zunahme der Verschuldung zu rechnen.



*Cotting M.*

**Mathias Cotting, CFA**  
Chefökonom

Auf der Inflationsseite meldeten die USA im Mai niedrige Zahlen. Die Märkte ziehen eine schnellere Zinssenkung durch die Fed allmählich in Betracht, auch wenn die Zentralbank selbst sagt, dass sie nichts überstürzen will. Die Frühindikatoren bleiben im positiven Bereich, was zu einer erneuten Beschleunigung des globalen Wirtschaftswachstums führen dürfte.

### **Das Umfeld bleibt für Aktien konstruktiv**

Die Unsicherheiten in Frankreich haben zugenommen. Der Ausgang der Wahlen dürfte jedoch keine grossen Auswirkungen auf die Finanzmärkte haben. In Italien haben wir eine ähnliche Situation erlebt, als Giorgia Meloni 2022 das Amt mit grossen Reformplänen antrat. Sie ist aber schnell auf ihre Entscheidungen zurückgekommen, um die Staatsfinanzen nicht aus dem Ruder laufen zu lassen. Es ist wahrscheinlich, dass eine ähnliche Situation in Frankreich eintreten wird. Schliesslich fiel die Reaktion der Märkte vergleichsweise massvoll aus. Der Euro fiel und die Finanzierungskosten für Frankreichs Schulden gegenüber anderen europäischen Ländern stiegen wieder an. Die beobachteten Schwankungen sind zwar nicht mit denjenigen früherer Spannungen in Europa vergleichbar. Die Bewegungen zeigen jedoch deutlich, dass wichtige Herausforderungen zu meistern sind.

Abgesehen von diesen Unsicherheiten bleibt das Umfeld für Aktien konstruktiv: Die Wirtschaft wächst gut, die Gewinne steigen und die Inflation scheint in den USA wieder zu sinken, was den Weg für eine baldige Zinssenkung durch die Federal Reserve ebnet. Darüber hinaus dürfte ein besser verteiltes globales Wachstum den Märkten die Möglichkeit bieten, den Technologiesektor für weitere Kurssteigerungen zu nutzen. Daher bleiben wir in Aktien investiert. Bei den Alternativen reduzieren wir den Anteil an Cat Bonds, von denen wir stark profitiert haben, vor dem Beginn der Hurrikan-Periode in den USA, welche von September bis Oktober andauert.

# Übersicht Performance (Gesamtrendite)

8

Aktien	Seit 1 Monat (%, in Lokalwährung)	2024 (%, in Lokalwährung)	2024 (%, in CHF)
Welt	1,5	12,0	19,6
Schweiz	0,5	9,3	9,3
Eurozone	-3,3	9,0	12,9
USA	2,9	14,9	22,7

Obligationen	Seit 1 Monat (%, in Lokalwährung)	2024 (%, in Lokalwährung)	2024 (%, in CHF)
Staatsanleihen	0,7	-1,7	2,1
Unternehmensanleihen	0,8	-1,5	5,2
Entwicklungsländer USD	0,9	2,6	9,6

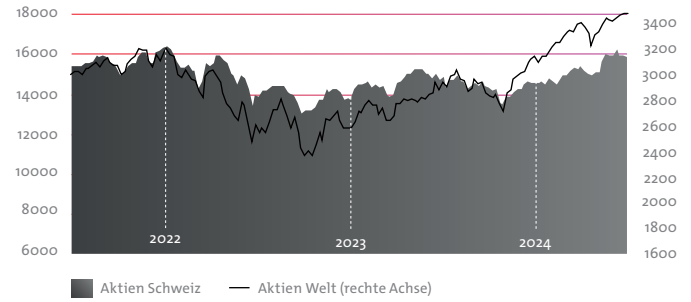
Zinsen	in %	Seit 1 Monat (absolute Veränderung)	2024 (absolute Veränderung)
3 Jahre - Schweiz	0,69	-0,42	-0,63
3 Jahre - Deutschland	2,61	-0,25	0,03
3 Jahre - USA	4,52	-0,16	0,32
10 Jahre - Schweiz	0,54	-0,35	-1,07
10 Jahre - Deutschland	2,49	-0,16	-0,07
10 Jahre - USA	4,37	-0,12	0,54

Währungen	Wechselkurs	Seit 1 Monat (%)	2024 (%)
EUR/CHF	0,963	-2,7	3,6
USD/CHF	0,899	-1,3	6,8

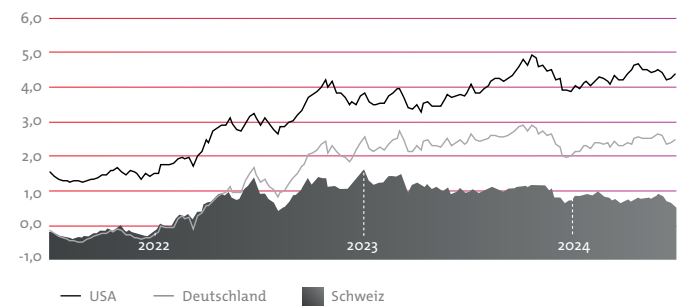
Alternative Anlagen	Kurs/Preis	Seit 1 Monat (%)	2024 (%)
Immobilien indirekt Schweiz	188	0,5	4,9
Gold (USD/Unze)	2326	-1,3	12,6
Öl (WTI, USD/Fass)	83	2,4	15,2

Angaben vom 28.06.2024  
Quelle: LSEG Datastream, WKB

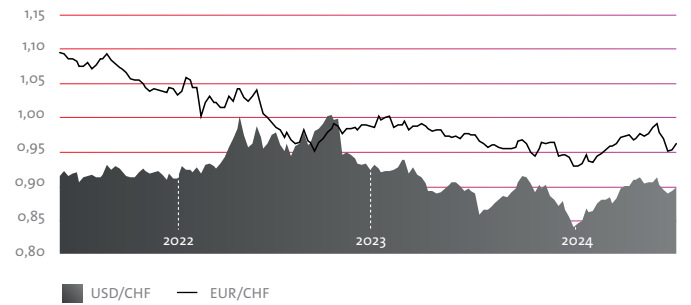
Schweiz und Welt (Preisindex)



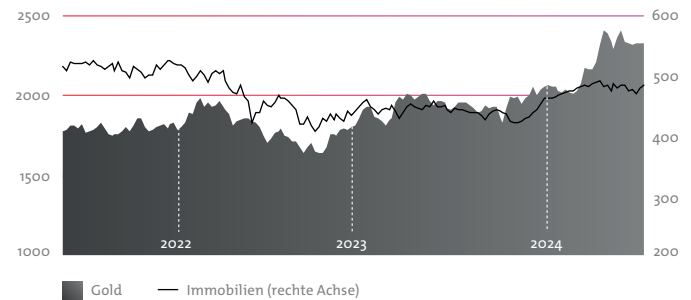
Zinssätze für 10-jährige Staatsanleihen



Wechselkurse



Gold- und Immobilienpreise



Quelle: LSEG Datastream, WKB