

Market

November 2024

Fühlen Sie
sich zuhause



WKB

VERMÖGENSVERWALTUNG

wkb.ch



Andrin Albrecht
Ökonom

- 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
Andrin Albrecht, Ökonom
Marc Farquet, Mitarbeiter Asset Management & Advisory

Vorwort

Sitten, 29. Oktober 2024

Europa auf Orientierungssuche

Die Europäische Union sieht sich derzeit mit zahlreichen wirtschaftlichen Herausforderungen konfrontiert. Nachdem die Region in den letzten Jahren von der COVID-19-Pandemie und dem Energiepreisschock als Folge des Ukraine-Konflikts geprägt wurde, zeigen sich nun erste Anzeichen einer Stabilisierung an der Inflationsfront. Die Konjunktur erholt sich jedoch nur zögerlich, insbesondere in den beiden grössten Volkswirtschaften Deutschland und Frankreich.

Das deutsche Geschäftsmodell leidet

Die deutsche Industrie, der grosse Motor der europäischen Wirtschaft jenseits des Rheins, verliert nun schon seit mehreren Quartalen an Fahrt. Die Industrieproduktion in Deutschland schwächte sich von Juni bis August weiter ab und ging im Vergleich zu den drei Vormonaten um 1,3% zurück. Das Industriemodell beruht hauptsächlich auf niedrigen Energiepreisen sowie auf den Handel mit China. Die Entwicklung der Energiepreise und ein wirtschaftlicher Abschwung in China ziehen dieses Geschäftsmodell damit in Mitleidenschaft. Die deutsche Wirtschaft produziert weniger, wobei der industrielle Output derzeit etwa 10% niedriger ist als vor 2020. Infolgedessen rechnet das Wirtschaftsministerium für 2024 mit einem Rückgang des BIP um 0,2%, während ein positives Wachstum in der Eurozone erwartet wird. Damit hinkt der grosse Nachbar im Norden in Europa hinterher, was eine neue, wohl auch negative Situation ist.

Frankreich gibt zu viel aus

Nach der grössten Volkswirtschaft Europas ist auch Frankreich einigen Turbulenzen ausgesetzt. Nach langen und schwierigen Diskussionen über die politischen Prioritäten des Landes wurde im Spätsommer schliesslich eine Regierung gebildet. Diese neue Regierung steht nun vor der Herkulesaufgabe, die Staatsausgaben, d.h. das für dieses Jahr erwartete Haushaltsdefizit von 6,1%, mittelfristig auf die von der EU geforderten 3% des BIP zu senken.

Um sich den Vorgaben aus Brüssel allmählich anzunähern, sieht der Haushaltsvorschlag für das nächste Jahr Ausgabenkürzungen und Steuererhöhungen vor. Es lässt sich fragen, wie lange diese Sparmassnahmen politisch mitgetragen werden und ob die Bereitschaft zu tieferen Staatsausgaben anhält.

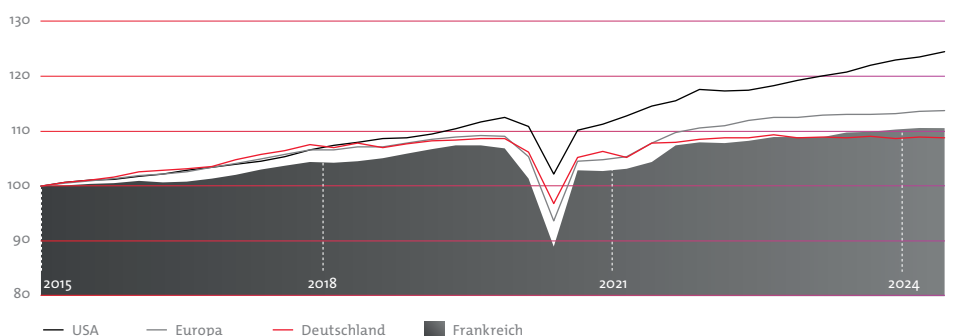
Europas Innovationsfähigkeit wirkt abgehängt

Mario Draghi kennt sich aus, wenn es darum geht, die europäische Politik mit einer «Whatever it takes» Rede aufzurütteln. Während der Eurokrise im Jahr 2012 tat er dies als EZB-Präsident.

Am 17. September legte er vor dem Europäischen Parlament mit Unterstützung eines 393-seitigen Berichts die Probleme und Herausforderungen Europas erneut in gleich dringlicher Manier dar. Laut dem Bericht von Mario Draghi hat sich die Produktivität in Europa unter dem weltweiten Durchschnitt entwickelt. Dieser Rückstand ist der Hauptgrund dafür, dass Europa im Vergleich zu den USA an Wohlstand verliert. «Wir müssen die Innovation nach Europa zurückbringen», erklärte er in Brüssel. Im Jahr 2023 waren 66 der 100 grössten Unternehmen der Welt (nach Marktkapitalisierung) aus den USA. Das sind zwölf mehr als im Jahr 2003. Deutschland hat derzeit nur noch 2 Unternehmen unter den Top 100 der Welt, das sind 3 weniger als vor 20 Jahren.

Europa befindet sich also nicht nur in Deutschland in einer industriellen Krise, sondern steht auch in Frankreich vor einem Schuldenproblem. Das zu einer Zeit, in der neue Investitionen in Zukunftstechnologien unerlässlich werden. Kann Europa diese Herausforderungen meistern und sich neu erfinden? Was wären die Folgen eines Status quo oder von Teillösungen auf diese Herausforderungen? Der Wechselkurs des Euros könnte dann eine schwere Last zu tragen haben. Während der letzten grossen Schuldenkrise im Jahr 2011 hatte der Euro stark an Wert verloren. Wenn diese Herausforderungen nicht angegangen werden, wird der Euro wohl noch etwas länger darunter leiden.

Entwicklung des realen BIP
Basis 100 im Jahr 2015



Quelle: ISEG Datastream, WKB

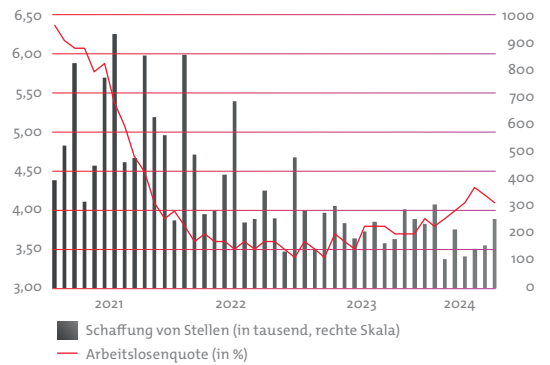
Einschätzung der wirtschaftlichen Situation

Die Finanzmärkte erwarten, dass die Leitzinsen in Europa und den USA bis Ende 2025 um mehr als 1% gesenkt werden. China kündigte geld- und fiskalpolitische Massnahmen zur Ankurbelung der Wirtschaft an.

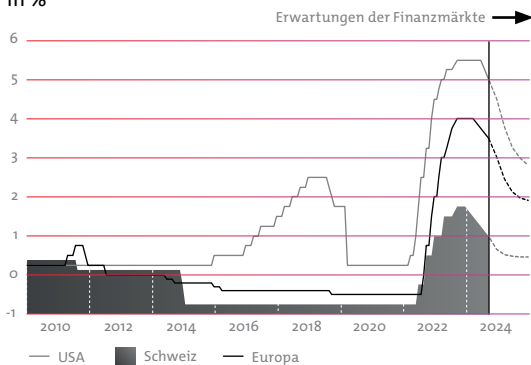
Der US-Arbeitsmarkt gibt wieder positive Signale

Der US-Arbeitsmarkt überrascht immer wieder. Anfang August waren die Daten zum US-Arbeitsmarkt durchwachsen ausgefallen. Damals waren Rezessionsängste aufgekommen. Der jüngste Arbeitsmarktbericht hat diese Ängste nun etwas beseitigt. Anfang Oktober überraschte die Zahl der neu geschaffenen Arbeitsplätze mit über 200.000 neuen Stellen im Vergleich zum September. Dies ist angesichts der ohnehin niedrigen Arbeitslosenquote, welche von 4,2% auf 4,1% sank, ein hohes Niveau. Diese Daten beruhigen die Marktteilnehmer in Bezug auf die Stabilität der US-Wirtschaft. Mit Ausnahme von Europa, wo sich Deutschland weiterhin in einer Rezession befindet, blieben die Frühindikatoren in den grossen Regionen im Expansionsbereich.

Die Zahl der neu geschaffenen Stellen stieg im September wieder an in den USA



Historische Leitzinsen und Erwartungen der Finanzmärkte in %



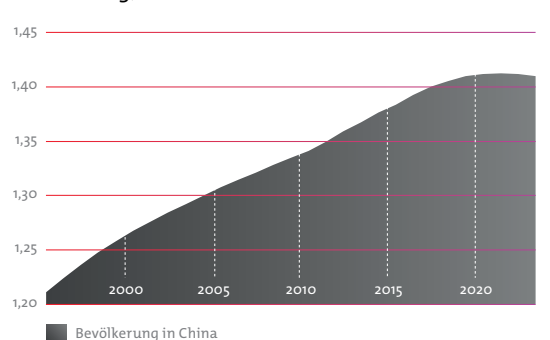
Weitere Zinssenkungen der Zentralbanken

Die jüngsten Inflationsdaten lagen unter den Erwartungen der Analysten. In Europa lag die Inflation im September bei 1,7% (Jahresvergleich) gegenüber 2,2% im Vormonat. In der Schweiz erreichte die Inflation mit 0,8% per Ende September ein sehr niedriges Niveau. Das Staatssekretariat für Wirtschaft (SECO) und die Schweizerische Nationalbank (SNB) haben die Inflationsaussichten für die nächsten Quartale nach unten korrigiert. Für 2025 erwartet das SECO eine durchschnittliche Inflation von 0,7%, während die SNB eine durchschnittliche Inflation von 0,6% für 2025 erwartet. In den USA lag die Inflation im September bei 2,4% und ging damit gegenüber dem Vormonat zurück. Bis zum Ende des Jahres werden alle grossen Zentralbanken ihre Leitzinsen weiter senken. Dieser Trend wird sich bis 2025 fortsetzen. Die Finanzmärkte erwarten, dass die Zinsen bis Ende nächsten Jahres in Europa und in den USA um mehr als 1% gesenkt werden. Geschwindigkeit und Ausmass der Zinssenkungen werden weiterhin von den nächsten Wirtschaftszahlen diktiert werden.

Geld- und fiskalpolitische Konjunkturmassnahmen in China

Die chinesischen Behörden kündigten Anfang Oktober ein Massnahmenpaket zur Ankurbelung der Wirtschaft an. Im monetären Bereich bestehen die Massnahmen darin, die Kreditvergabe im Allgemeinen zu unterstützen, insbesondere durch Zinssenkungen und eine Senkung der Eigenkapitalanforderungen für Banken. Andere Massnahmen zielen auf die direkte Unterstützung des Immobilienmarkts ab. Die bestehenden Hypothekenzinsen wurden um 0,5% gesenkt, die Eigenkapitalanforderungen wurden ebenfalls reduziert und weitere Massnahmen zur Unterstützung des Sektors wurden angekündigt. Auf haushaltspolitischer Ebene wird weiterhin ein Konjunkturpaket mit umfangreichen Massnahmen erwartet. China strebt in seinem Fünfjahresplan ein Wirtschaftswachstum von 5% pro Jahr an. Reichen diese Massnahmen aus, um den aktuellen wirtschaftlichen Abschwung umzukehren? Angesichts der neulich starken Performance des chinesischen Aktienmarktes und des deutlichen Anstiegs des Ölpreises, welcher stark auf den Konjunkturverlauf in China reagiert, scheinen die Finanzmärkte dies zu bejahen.

Chinas Bevölkerung schrumpft, ein belastender Strukturfaktor für die Wirtschaft



Quelle: LSEG Datastream, WKB

Zyklischer oder struktureller Aufschwung in China?

Der chinesischen Wirtschaft mangelt es nicht an Herausforderungen und die aktuellen Konjunkturprogramme werden die bestehenden Trends kaum umkehren. Aus Sicht der Demografie schrumpft die chinesische Bevölkerung, insbesondere aufgrund der Ein-Kind-Politik, die vor kurzem abgeschafft wurde. Zweitens ist die Stimmung der chinesischen Verbraucher schlecht, da sie hoch verschuldet sind und ihr Vermögen mehrheitlich in Immobilien investiert ist, deren

Preise nach Jahren der Übertreibungen sinken. Schliesslich hat die geopolitische Lage Chinas einige westliche Länder davon abgehalten, im Reich der Mitte zu produzieren. Daher und angesichts der langfristigen Herausforderungen Chinas dürften die wirtschaftlichen Unterstützungsmassnahmen eher einen zyklischen (über mehrere Quartale/Jahre) als einen strukturellen (über mehrere Jahre oder gar Jahrzehnte) Aufschwung der chinesischen Wirtschaft bewirken.

Wie haben sich die Finanzmärkte entwickelt?

US-Aktien sind im Oktober wieder positiv.

Die Europäische Zentralbank senkte im Oktober erwartungsgemäss die Zinsen.

4

Seitwärtstendenz in Europa und der Schweiz, positiv in China und den USA

Nach einer bislang robusten Börsenperformance bewegten sich die westlichen Märkte in den letzten paar Wochen seitwärts. Diese Seitwärtsbewegung ist auf mehrere Faktoren zurückzuführen. Die Marktteilnehmer warten auf den Ausgang der US-Wahlen, der für Anleger ein wichtiges Ereignis ist. Die Schwellenländer werden von China und den von den Behörden angekündigten Massnahmen beflügelt. Chinesische Aktien wurden in den letzten Jahren vernachlässigt. Im Jahr 2022 gerieten sie in Rückstand, da in China die Corona-Krise länger andauerte als im Westen. Im Jahr 2023 veranlasste die Annäherung an Russland viele Anleger, ihre chinesischen Positionen zu veräussern. Die Erholung des Marktes, auch wenn sie in den letzten Wochen beeindruckend war, scheint in Anbetracht der Entwicklungen seit 2021 noch weiteres Kurspotenzial zu haben. Das fiskalpolitische Konjunkturpaket wurde noch nicht im Detail bekannt gegeben, weshalb die Anleger mit einer weiteren Positionierung noch zuwarten.

Die Erholung der chinesischen Aktien war nicht von Dauer

In den letzten zehn Jahren wies China (welches lange Zeit die Werkbank der Welt war) im Vergleich zu globalen Aktien eine attraktive Performance auf. Seit Ende 2022 hat sich der Trend jedoch umgekehrt. Der asiatische Drache hat eine lange COVID-19-Pandemie überstanden. Das Land, in dem die COVID-19-Pandemie ihren Ursprung nahm, wird von seinen Realitäten eingeholt und steht vor grossen Herausforderungen. Peking hat unter anderem mit einer Immobilienkrise, einer Schuldenkrise und einer hohen Jugendarbeitslosigkeit zu kämpfen. All diese Faktoren belasten das chinesische BIP-Wachstum, welches von der chinesischen Regierung für das 3. Quartal dieses Jahres auf 4,6% p.a. geschätzt wird. Zur Erinnerung: Anfang der 2000er-Jahre lag das BIP-Wachstum bei unter 10%, bis es vor der Pandemie 5,8% erreichte. In Anbetracht der niedrigeren Wachstumsszahlen in der Vergangenheit möchte die chinesische Regierung das Wachstum wieder ankurbeln. Ende September wurden mehrere Massnahmen angekündigt. Daraufhin erholten sich die chinesischen Aktien innerhalb weniger Tage um mehr als 30%. Später wurden die angekündigten Massnahmen vom Markt als zu vage empfunden, sodass dieser seit den jüngsten Höchstständen um mehr als 10% zurückging.

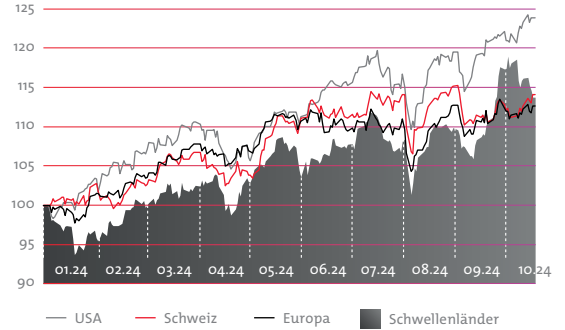
«Die Finanzmärkte sind in den USA trotz der bevorstehenden US-Wahlen weiterhin auf Allzeithoch unterwegs»

Lagarde senkte die Zinsen erwartungsgemäss, gleiches Szenario im Dezember?

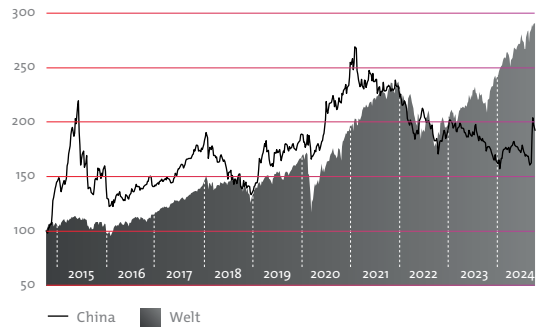
Nach der überraschenden Leitzinssenkung der Fed im September verlief im Oktober bei den Zentralbanken alles nach Plan. In Europa senkte die EZB ihren Leitzins um 25 Basispunkte auf 3,25%. EZB-Präsidentin Lagarde erklärte, dass die Entscheidung das Ergebnis einer rigorosen Datenorientierung sei und dies auch in Zukunft so bleiben werde. Im September sank die Inflation in der Eurozone weiter auf 1,7%, was bereits deutlich unter dem Leitzins von 3,25% liegt. Indem sich die EZB auf diese Daten konzentriert, verschafft sie sich den nötigen Spielraum, um den Leitzins im Dezember erneut zu senken. Derzeit wird für Dezember erneut eine Senkung um 25 Basispunkte erwartet.

In den USA stiegen im Oktober die Renditen 10-jähriger Staatsanleihen nach soliden Wirtschaftsdaten und weniger aggressiven Erwartungen an zukünftige Zinssenkungen der Federal Reserve an. Die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen legten um mehr als 50 Basispunkte auf eine Rendite von über 4,0% zu.

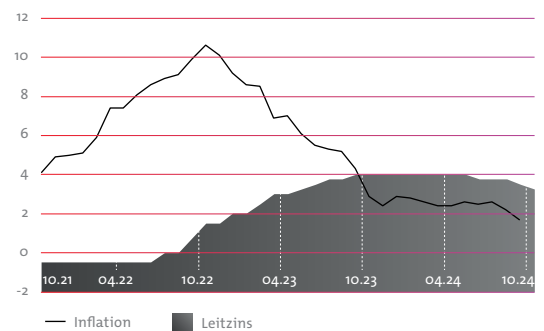
Schwellenländer haben dank China aufgeholt Gesamtrendite, Basis 100



Seit Ende 2022 fällt China hinter die globalen Aktien zurück Gesamtrendite, Basis 100



Nach Rückgang der Inflation senkt die EZB den Leitzins in Europa, in %

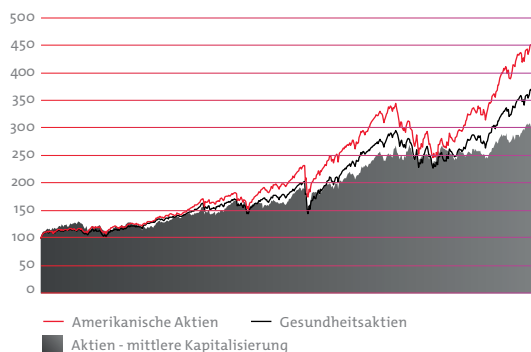


Quelle: ISEG Datastream, WKB

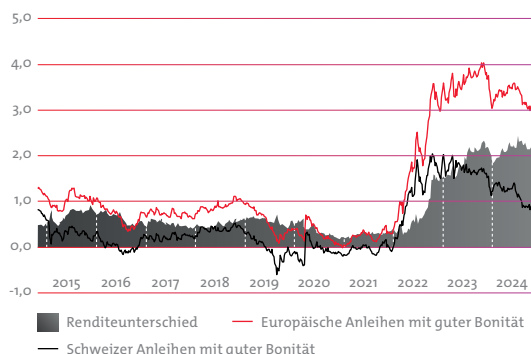
Anlageklassen im Fokus

Die Themen Gesundheit und Mid Caps dürften sich in dem erwarteten Umfeld hervorheben. Schweizer Obligationen bieten derzeit wenig Rendite.

Während sich die globalen Märkte gut entwickelten, blieben mehrere Themenbereiche zurück
Gesamtrendite, Basis 100



Die Renditen von europäischen Anleihen mit guter Bonität sind höher als die von Schweizer Anleihen Rendite, in %



Quelle: LSEG Datastream, WKB

Das Umfeld im Jahr 2025 dürfte Mid Caps und den Gesundheitssektor begünstigen

Seit einigen Monaten senkt die Federal Reserve (Fed) die Zinsen. Diese Aussicht ist für mittelgross kapitalisierte Unternehmen («Mid-Caps») und für die im Gesundheitssektor tätigen Unternehmen erfreulich. Für erstere sind diese Senkungen vorteilhaft, weil Mid Caps in der Regel eine höhere Verschuldung aufweisen und der Anteil der variabel verzinslichen Schulden höher ist als dies bei den ganz grossen Unternehmen der Fall ist. Die Mid-Cap-Unternehmen wurden während der Hochzinsphase stärker belastet, was sich negativ auf deren Unternehmensergebnisse auswirkte. Im Gesundheitssektor dürften mehrere Argumente das Wachstum unterstützen: die Alterung der Bevölkerung, die Finanzierung der Gesundheitsversorgung und der allgemeine Gesundheitszustand der US-Bürger und US-Bürgerinnen. Laut WHO galten im Jahr 2022 42% der Amerikaner als fettleibig. Übergewicht kann das Auftreten von Gesundheitsproblemen begünstigen, die Betreuung erfordern. Es kann daher erwartet werden, dass sich die US-Bürger und US-Bürgerinnen der Pflege weiterhin zuwenden werden. Darüber hinaus ist die Pflege teuer. In den USA werden regelmässig Kredite aufgenommen, um Arztrechnungen zu bezahlen. Die Senkung der Zinssätze wird diesen Sektor weiter ankurbeln.

Schweizer Obligationen bieten derzeit wenig Rendite

Während die Inflation in der Schweiz schnell zurückging und die SNB ihren Leitzins senkte, rentieren Schweizer Qualitätsanleihen derzeit etwas mehr als 0,80%. Nach Abzug der Inflation, welche im September ebenfalls bei 0,84% (im Vergleich zum Vorjahreszeitraum) gemessen wurde, bleibt also nichts übrig.

In der Zwischenzeit bringen europäische Qualitätsanleihen etwas mehr als 3% Rendite ein, 220 Basispunkte mehr als Schweizer Obligationen. Nach Abzug der Inflation bleiben bei europäischer Anleihen 1,3% Rendite übrig. Demnach beträgt der Unterschied zwischen Europa und der Schweiz, nach Berücksichtigung der Inflation, 130 Basispunkte an zusätzlicher Rendite.

Vor dem Hintergrund weiter sinkender Zinssätze erscheinen europäische Unternehmensanleihen von guter Qualität attraktiv.

Die Präsidentschaftswahlen in den USA

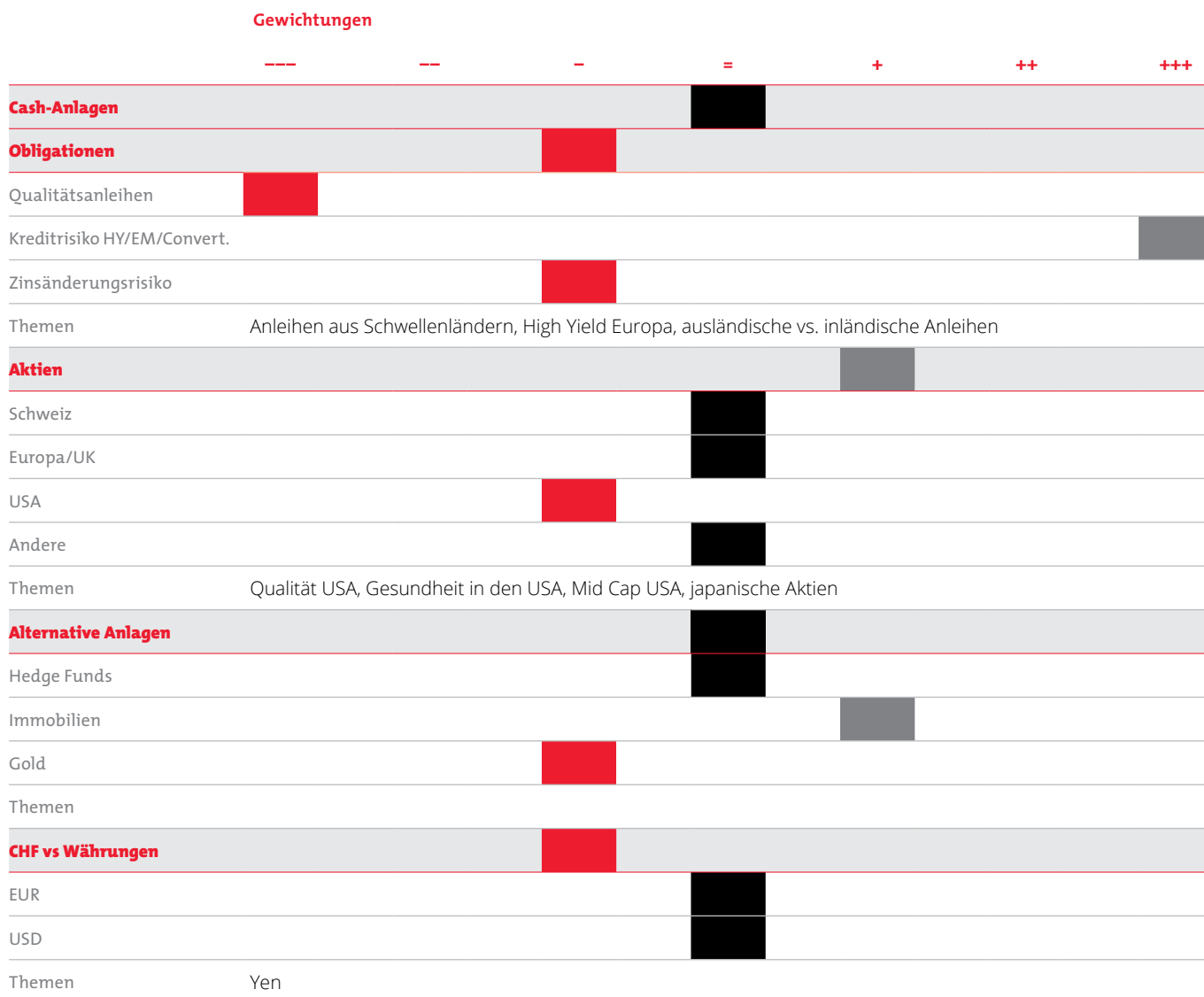
Alles in allem und in Anbetracht der angekündigten Politik werden beide Kandidaten für die Finanzmärkte nicht negativ sein. Beide schlagen Erhöhungen der Staatsausgaben vor. Dies dürfte die Wirtschaft und vor allem den in den USA wichtigen Konsum weiter stützen.

Mit Donald Trump als Präsidenten und einem republikanischen Kongress ist sicherlich mit negativen Auswirkungen auf die Verschuldung der USA zu rechnen. Diese hatten bereits 2023 eine Brutto-Staatsverschuldung von umgerechnet 124% des BIP, die nach den Prognosen des Congressional Budget Office (CBO) bis 2033 auf 129% ansteigen wird.

Die Folge ist, dass der US-Dollar an Wert verlieren würde. Trumps Importzölle sind auch ein Hindernis für den Handel mit Europa. Mit Kamala Harris als Präsidentin ist hingegen eine Politik zu erwarten, die eher der von Joe Biden ähnelt, was den Welthandel und die Beziehungen zu Europa stärker unterstützen würde.

Positionierung und Veränderungen

6



← → Änderungen sind durch die roten Pfeile angezeigt.

Kommentar zu den Anlageentscheidungen

**Die Weltwirtschaft dürfte sich bis 2025 beschleunigen.
Wir behalten die Übergewichtung in Aktien bei.**



7

Die Konjunktur dürfte sich wieder beschleunigen und zahlreiche Zinssenkungen werden erwartet.

Im September senkten die grossen Zentralbanken (Fed, EZB, SNB) die Zinsen in koordinierter Weise. Im Dezember dieses Jahres rechnen wir erneut mit einer koordinierten Zinssenkung durch diese drei Zentralbanken. Mit Blick auf das Jahr 2025 dürfte sich das Tempo der Zinssenkungen, vor allem in den USA und in Europa, beschleunigen. Diese koordinierten Zinssenkungen der grossen Zentralbanken werden zusammen mit dem Ausmass der Zinssenkungen dazu führen,

geopolitische Seite betrifft, so hatte der letzte iranische Gegenschlag gegen Israel im Oktober keine Auswirkungen auf die Märkte, wobei der S&P500 (der führende Index für US-Aktien) in diesem Zeitraum historische Höchststände erreichte.

Wir behalten die Übergewichtung in Aktien bei

Mit Blick auf das Jahr 2025 bleiben mehrere Faktoren positiv. Aus diesem Grund behalten wir unsere Übergewichtung in Aktien bei, die unserer Ansicht nach aus mehreren Gründen noch Potenzial haben. Erstens stehen die Wirtschaftsindikatoren auf Grün. Der US-Arbeitsmarktbericht vom Monat August stand auf Orange und wechselte im September wieder auf Grün. Zweitens sind die Gewinnaussichten weiterhin positiv. Die Unternehmen steigern ihre Gewinne und diese dürften im nächsten Jahr weiter steigen. Drittens sind die finanziellen Bedingungen weiterhin gut, zumal die Kreditrisikoprämien für Unternehmensanleihen auf einem historisch niedrigen Niveau bleiben. Schliesslich steigen die Märkte in den Monaten November und Dezember häufig an, ein Phänomen, das als Jahresendrallye bezeichnet wird.

Weiterhin erhöhen wir internationale Anleihen zu Lasten von Schweizer Anleihen. Die Renditen der Schweizer Anleihen liegen unter der Inflation und erscheinen uns vor dem Hintergrund als zu niedrig. Im Gegensatz dazu sind die Renditen in Europa und den USA höher und liegen über der jeweiligen Inflationsrate. Zudem dürften die Zentralbanken in den USA und Europa die Zinsen schneller senken als die Schweizerische Nationalbank.

«Mit Wirtschaftsindikatoren im grünen Bereich behalten Aktien ihr Aufwärtspotenzial»

dass die Weltwirtschaft allmählich aus der Phase der mässigen Wirtschaftsexpansion in eine dynamischere Wirtschaftsentwicklung übergeht.

Andere für die Anleger wichtige Themen beherrschen weiterhin die Nachrichten: die (Geo-)Politik mit dem Nahost-Konflikt und den US-Wahlen. Diese Risikofaktoren gilt es zwar zu überwachen, doch rechnen wir nicht mit nachhaltigen Auswirkungen auf die Märkte, sollte es in dieser Hinsicht eine Überraschung geben. Der Ausgang der US-Wahlen hat historisch gesehen nur kurzfristige Auswirkungen und die Märkte erholen sich schnell. Ausserdem planen sowohl die Demokraten als auch die Republikaner, die Staatsausgaben zu erhöhen, was positiv für die Konjunktur ist. Was die



Mathias Cotting, CFA
Chefökonom



Andrin Albrecht
Ökonom

Übersicht Performance (Gesamtrendite)

8

Aktien	Seit 1 Monat (%, in Lokalwährung)	2024 (%, in Lokalwährung)	2024 (%, in CHF)
Welt	-0,2	19,1	22,6
Schweiz	-0,2	11,8	11,8
Eurozone	-1,9	11,6	12,5
USA	1,7	23,2	26,8

Obligationen	Seit 1 Monat (%, in Lokalwährung)	2024 (%, in Lokalwährung)	2024 (%, in CHF)
Staatsanleihen	-1,6	0,7	1,7
Unternehmensanleihen	-4,1	4,4	7,4
Entwicklungsländer USD	-1,9	9,5	12,7

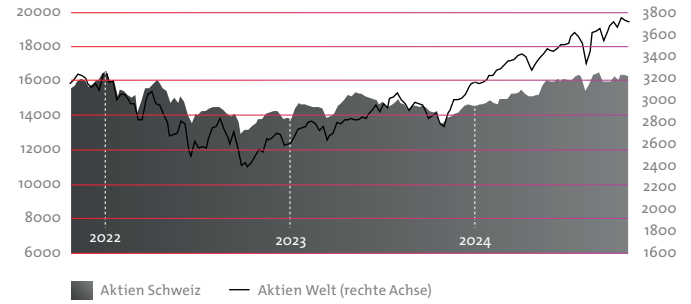
Zinsen	in %	Seit 1 Monat (absolute Veränderung)	2024 (absolute Veränderung)
3 Jahre - Schweiz	0,32	-0,04	-0,63
3 Jahre - Deutschland	2,00	0,06	-0,30
3 Jahre - USA	4,08	0,61	0,08
10 Jahre - Schweiz	0,45	0,03	-0,25
10 Jahre - Deutschland	2,29	0,15	0,26
10 Jahre - USA	4,27	0,52	0,41

Währungen	Wechselkurs	Seit 1 Monat (%)	2024 (%)
EUR/CHF	0,937	-0,5	0,8
USD/CHF	0,866	2,8	2,9

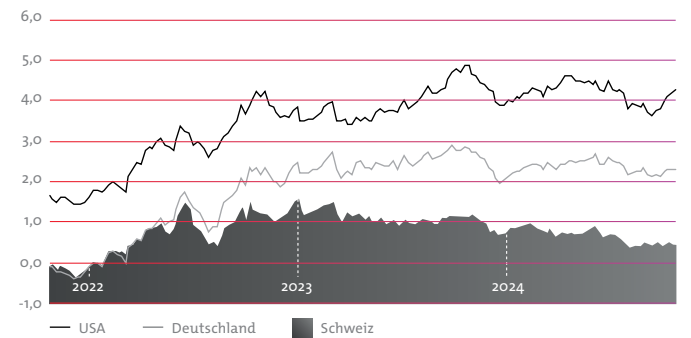
Alternative Anlagen	Kurs/Preis	Seit 1 Monat (%)	2024 (%)
Immobilien indirekt Schweiz	198	1,1	11,3
Gold (USD/Unze)	2743	3,6	32,8
Öl (WTI, USD/Fass)	68	-1,6	-5,9

Angaben vom 28.10.24
Quelle: LSEG Datastream, WKB

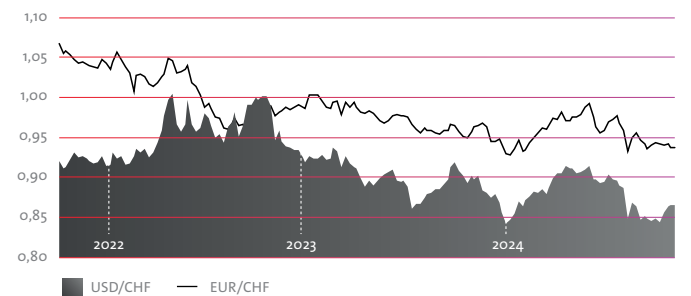
Schweiz und Welt (Preisindex)



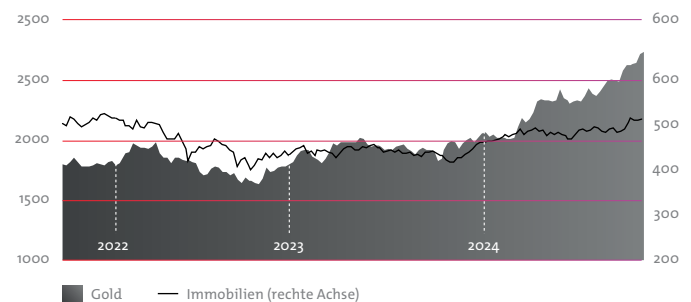
Zinssätze für 10-jährige Staatsanleihen



Wechselkurse



Gold- und Immobilienpreise



Quelle: LSEG Datastream, WKB