

Monthly CIO Letter

26. August 2024

Nach heftigen Verwerfungen an den Anlagemärkten zu Beginn des Monats hat eine schnelle Erholung eingesetzt. Letztere wird vor allem von Hoffnungen auf baldige Zinssenkungen getragen. Während das fundamentale Bild für den Moment intakt bleibt, sind die Wachstumserwartungen weiterhin sportlich. Wir belassen die Aktienquote untergewichtet und behalten die breite Diversifizierung zwecks Risikofestigkeit der Portfolios bei.



Christoph Boner
Chief Investment Officer

Highlights

- Verschiedene Konjunkturindikatoren und vereinzelte Unternehmensausweise haben zu Beginn des Monats zu heftigen Verwerfungen an den Märkten geführt. Tatsächlich hat sich das fundamentale Bild nicht wesentlich geändert.
- Neben weiterhin hohen Wachstumserwartungen haben in den letzten Tagen vor allem Hoffnungen auf baldig tiefere Zinsen zu einer Beruhigung an den Märkten und zu Kurserholungen geführt.
- Wir nehmen eine kleine regionale Verschiebung vor und bleiben in der Summe breit diversifiziert und vorsichtig in der Allokation.

Asset Allocation

Anlageklassen	Veränderung	--	-	=	+	++
Liquidität	➔					•
Anleihen	➔		•			
Referenzwährung	➔		•			
Welt / Themen	➔		•			
Emerging Markets	➔			•		
Wandelanleihen	➔				•	
High Yield	➔		•			
Aktien	➔		•			
Schweiz	⬇			•		
Europa	➔			•		
USA	➔			•		
Pazifik	⬆			•		
Emerging Markets	➔			•		
Themen	➔	•				
Alternative Anlagen						
Gold	➔			•		
Krypto	➔				•	
Weitere	➔	•				
Währungen						
CHF	➔		•			
EUR	➔				•	
USD	➔				•	

Veränderung: gegenüber Vormonat, **Positionierung:** -- stark untergewichtet | - untergewichtet | = neutral | + übergewichtet | ++ stark übergewichtet

Asset Allocation

Kaum hat das Wetter in unseren Breitengraden in Richtung Sommer gedreht, zeigen die Anlagemärkte ein grosses Diversifikationspotenzial: Von seinem vorläufigen Höchststand von Mitte Juli hat der globale Aktienmarkt innert weniger als drei Wochen über 8% an Wert eingebüsst; in Schweizer Franken gerechnet betrug der Verlust aufgrund der Aufwertung der hiesigen Valuta gar über 12%.

Auslöser dieser Rücksetzer waren erst einzelne Konjunkturdaten, die auf eine Abkühlung insbesondere der US-Wirtschaft hindeuten scheinen. Gleichzeitig enttäuschten ausgesuchte Unternehmen mit ihren Zahlenkränzen, was Wachstumssorgen aufkommen liess. Verstärkt wurde dabei der Abgabedruck durch die (teils erzwungene) Auflösung verschiedener Positionen aus Zinsdifferenzstrategien.

In Antizipation dieser (erforderlichen) wirtschaftlichen Abkühlung – wie sonst kann die weiter überhöhte Inflation abgefangen werden, soweit die Angebotsseite an Engpässen leidet? – und vor dem Hintergrund der zuletzt zumindest nicht wieder ansteigenden Inflation sind unmittelbar Hoffnungen auf schneller sinkende Zinsen aufgekommen. Entsprechend dieser Veränderung in den Zinserwartungen haben die Anleihenmärkte stark zugelegt. Für einmal hat die tiefe Korrelation gespielt und geholfen, gemischte Portfolios in ihrer Wertentwicklung zu stabilisieren.

Auch nach den letzten Verwerfungen belassen wir die Aktienquote für den Moment bei einer leichten Untergewichtung von aktuell 42% für ein Profil «Ausgewogen». Während das fundamentale Bild weiter intakt ist, implizieren die aktuellen Bewertungsniveaus nicht bescheidene Wachstumserwartungen – was in einem gewissen Widerspruch zur nach wie vor hartnäckigen Inflation steht. Gleichzeitig sind mit den Wachstumssorgen in den letzten Tagen wieder Zinssenkungsfantasien aufgekommen. Insofern haben sich die Risiken von Wachstumserwartungen wieder etwas in Richtung Zinssenkungsfantasien verschoben. Tatsache aber bleibt, dass den aktuellen Bewertungsniveaus auch bei fundamentaler Unterstützung eine gewisse Fallhöhe inhärent ist, und wir vor diesem Hintergrund aktuell von einer Erhöhung der Aktienquote absehen.

Nachdem wir die Anleihenquote vor Monatsfrist erhöht haben, belassen wir sie aktuell bei 40% für ein ausgewogenes Profil. Die über dem Markt liegende Kreditqualität der Portfolios bleibt bestehen, genauso wie wir weiter für eine Normalisierung der US-Zinskurve positioniert sind. Die Duration bleibt

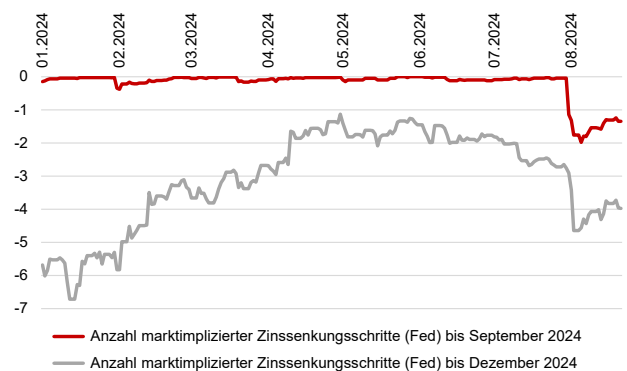
aufgrund der kaum vorhandenen Zeitprämie und der aktuell bestehenden Zinserwartungen ebenfalls kurz.

Die diversifizierenden Anlagen in Gold und Kryptowährungen führen wir weiter. Als zusätzliche Diversifikation, gerade auch hinsichtlich bestehender geopolitischer Risiken, bleiben wir ebenfalls über eine Struktur in Öl der Sorte Brent investiert.

Anleihen

Nachdem die noch im Juli vom Markt erwarteten Zinssenkungsschritte für 2024 – zwei für die USA, 1.5 für Europa und einen Schritt für die Schweiz – auf das makroökonomische Umfeld bezogen stimmig waren, hat sich das Bild in den ersten Augusttagen schlagartig verändert. Indikatoren zum Ausblick im verarbeitenden Gewerbe, die schwächer als erwartet ausgefallen sind, wie auch nachfolgend ein leicht entspannter Arbeitsmarkt haben die Zinsfantasien beflügelt: Ersteres könnte ein schnelleres Senken der Zinsen zur Bekämpfung einer Wachstumsverlangsamung notwendig machen; Zweiteres würde dank einem nachlassenden Inflationsdruck aus dem Arbeitsmarkt ein Senken tatsächlich auch erlauben.

Zinssenkungen 2024: Veränderung der Erwartungen



Aktuell werden für die USA gegen 1.5 Zinsschritte bereits im September erwartet – und auch ein doppelter Schritt von 50 Basispunkten wird nicht ausgeschlossen. Auch für Europa haben die Zinssenkungserwartungen auf über 2.5 bis Ende Jahr zugenommen.

Nachdem sich das ökonomische Bild nicht wesentlich verändert hat, ist davon auszugehen, dass die vom Markt erwarteten Zinssenkungsschritte aktuell wieder leicht überzogen sein dürften. Eine detailliertere Betrachtung der konkreten Zusammensetzung der Inflation – Dienstleistungspreise als starke Treiber – zeigt, dass die Hartnäckigkeit der Inflation sehr wohl erklärbar ist; dazuhin sind Basiseffekte nach den Energiepreisanstiegen längst ausgewaschen.

Die Anleihenallokation bleibt weiter vorsichtig. Die Duration im EUR-Anleihenmarkt belassen wir bei 4.4 Jahren, während in CHF und USD die Duration bei rund drei Jahren liegt. Die Kreditrisiken bleiben ebenfalls untergewichtet.

Aktien

Auch nach den Rückschlägen von Anfang Monat – und den dann folgenden Gegenbewegungen – bleiben die Aktienmärkte in der Summe leicht im überbewerteten Territorium. Dies lässt sich problemlos rechtfertigen über entweder hinreichendes Wachstum oder baldig erfolgende Zinssenkungsschritte.

Tatsächlich zeigt sich das fundamentale Bild auch auf Ebene der Unternehmen weiter ausgesprochen solide und Wachstumssorgen sind nur sehr punktuell auszumachen. So haben beispielsweise in der zu Ende gehenden Berichterstattungsperiode 73% der Unternehmen des grossen US-Leitindex S&P 500 die Erwartungen erfüllt oder gar übertroffen.

Trotz dieses fundamental weiter ansprechenden Bildes belassen wir die Aktienquote leicht untergewichtet. Die Fallhöhe ist aufgrund der angeführten Wachstums- und Zinserwartungen weiterhin gegeben – dazuhin werden geopolitische Risiken aktuell weitgehend ausgeblendet.

Zu beachten bleibt, dass die neu entstandenen Zinserwartungen eine Lose-lose-Situation auf Seiten der Notenbanken kreiern haben: Werden die Erwartungen nicht erfüllt, so werden die Märkte entsprechend verschnupft reagieren. Sollten die Erwartungen erfüllt werden, so dürfte dies von den Marktteilnehmern als Zeichen einer über-mässigen Wachstumsverlangsamung interpretiert werden; mit einem Schnupfen wäre es dann nicht mehr getan.

Die starken Rücksetzer im japanischen Aktienmarkt haben wir zu einer Aufstockung der Positionen in

Redaktion Investment Center

Christoph Boner, CIO (BOC), +41 44 205 12 16, bonerchristoph@pbihag.ch
Patrick Frei, CFA (FRP), +41 44 205 13 32, freipatrick@pbihag.ch

Disclaimer: Dieses Dokument dient ausschliesslich zu Werbe- und Informationszwecken des Empfängers und ist nicht zur Weitergabe an Dritte bestimmt. Es stellt keine Offerte, keine Einladung zur Offertstellung und keine Empfehlung dar, und es erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit und Richtigkeit. Dieses Dokument stellt insbesondere keine Anlageberatung dar, berücksichtigt keine persönlichen Umstände des Empfängers und enthält keine Investitions-, Rechts- oder Steuerberatung, und es sollten keinesfalls Anlageentscheide alleine gestützt auf dieses Dokument gefällt werden. Bei Fragen steht Ihnen Ihre Kundenbetreuerin oder Ihr Kundenbetreuer gerne zur Verfügung, vor allem, wenn Sie spezifisches Informationsmaterial wie allfällige Prospekte und Basisinformationsblätter einzusehen wünschen. Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen beruhen auf den gegenwärtigen Annahmen und Erwartungen, die ausserhalb des Einflussbereichs der Privatbank IHAG Zürich AG (nachfolgend «Bank» genannt) liegen und daher einer Vielzahl von Ungewissheiten unterliegen. Die tatsächlichen zukünftigen Ereignisse und Fakten können somit wesentlich von den getroffenen Annahmen und Erwartungen abweichen (sowohl negativ als auch positiv). Die Bank übernimmt keine Verpflichtung und beabsichtigt auch nicht, die in diesem Dokument gemachten zukunftsgerichteten Angaben zu aktualisieren, soweit solche vorhanden sind, oder bei einer anderen als der erwarteten Entwicklung zu korrigieren. Die Quellen, auf die sich dieses Dokument stützt, gelten zwar in der Regel als zuverlässig, die Bank lehnt aber jede Haftung oder Verantwortlichkeit für die Auswahl solcher Quellen ab. Ebenso ist jede Haftung oder Verantwortlichkeit für den Inhalt dieses Dokuments ausgeschlossen. Dieses Dokument richtet sich in erster Linie an Personen mit Domizil in der Schweiz und nicht an Personen mit Domizil im Ausland. Insbesondere richtet sich dieses Dokument keinesfalls an US-amerikanische, kanadische oder britische Bürger oder natürliche oder juristische Personen mit Wohnsitz oder Sitz in den Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada oder Grossbritannien, noch an Personen, die irgendwelchen Restriktionen (zum Beispiel aufgrund ihrer Nationalität oder ihres Wohnsitzes) bezüglich der in diesem Dokument festgehaltenen Informationen unterliegen.

diesem Markt genutzt. Im Gegenzug haben wir die Quote an Schweizer Aktien leicht gesenkt.

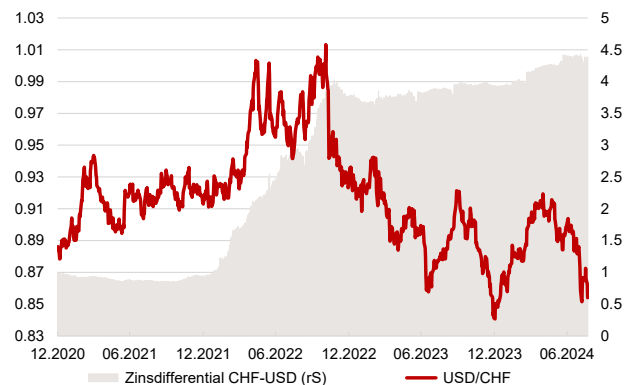
Alternative Anlagen

Die Diversifikation der Portfolios wird weiterhin über die Beimischung von Gold, Kryptoanlagen und Öl sichergestellt. Der Diversifikationsbeitrag von Gold und Öl ist hinlänglich bekannt; bei Kryptoanlagen setzen wir auf einen strukturellen Nachfrageüberhang dank zunehmender Institutionalisierung, was die Preise auch in Zukunft treiben dürfte.

Währungen

Die Verwerfungen an den Kapitalmärkten gingen nicht spurlos an den Währungsmärkten vorbei. Einmal mehr ist der Schweizer Franken seinem Ruf gerecht geworden und hat gegenüber sämtlichen relevanten Währungen an Wert gewonnen.

USD/CHF: Zinsdifferential und Kursentwicklung



Trotz weiterhin grossen Zinsdifferenzialen behalten wir die weitgehende Absicherung des USD bei. Der Referenzwährungsanteil für ein ausgewogenes Profil verbleibt bei rund 75%; der USD-Anteil bewegt sich bei rund 6%, der EUR-Anteil unter 4%.

Anhang

Wirtschafts- und Marktentwicklung

BIP-Entwicklung (E: Konsens)

	2023	2024E
USA	2.5%	2.3%
EU	0.5%	1.1%
Schweiz	0.8%	1.3%

Inflation (E: Konsens)

	2023	2024E
USA	4.1%	3.0%
EU	5.4%	2.4%
Schweiz	2.1%	1.3%

Zentralbanken Leitzinsen

	20.08.2024	Markterwartung
USD FED	5.50%	5.25%
EUR EZB	3.75%	3.75%
CHF SNB	1.25%	

Staatsanleihen (10 Jahre)

	20.08.2024	Prognose
USA	3.81%	3.60% – 4.00%
Deutschland	2.22%	2.05% – 2.35%
Schweiz	0.39%	0.30 – 0.50%

Währungen

	20.08.2024	Prognose
EUR/CHF	0.951	0.93 – 0.96
USD/CHF	0.854	0.84 – 0.87
EUR/USD	1.113	1.09 – 1.12

Rohstoffe und Alternative

	20.08.2024	Prognose
Gold (USD/Unze)	2'514	2'350 – 2'600
Ölpreis (USD/Brent)	77.2	75 – 85
Bitcoin USD	59'311	53'000 – 70'000

Aktienmärkte

	P/E ø 5J.	P/E 2024E	Div. Rendite	Prognose
Welt	19.4x	17.8x	1.8%	leicht tiefer
USA	21.3x	20.2x	1.3%	leicht tiefer
Europa	15.8x	11.8x	3.3%	leicht tiefer
Schweiz	19.9x	17.8x	2.9%	leicht tiefer
Schwellenländer	13.8x	11.3x	2.7%	leicht tiefer

Marktentwicklung in Lokalwährung

Aktienmärkte

	QTD	YTD
Welt	6.0%	15.6%
USA	7.1%	18.4%
Europa	2.0%	10.0%
Schweiz	5.5%	11.8%
Schwellenländer	7.6%	10.2%

Staatsanleihen Rendite (10 Jahre)

	20.08.2024	29.12.2023
USA	3.81%	3.88%
EU	2.22%	2.02%
Schweiz	0.39%	0.70%

Rohstoffe und Alternative

	QTD	YTD
Gold (USD/Unze)	12.7%	21.9%
Ölpreis (USD/Brent)	-7.7%	9.7%
Bitcoin USD	-16.3%	41.4%

Währungen

	QTD	YTD
EUR/CHF	-2.3%	2.3%
USD/CHF	-5.3%	1.5%
EUR/USD	3.2%	0.8%

Daten per 20. August 2024, QTD: Performance seit Quartalsbeginn, YTD: Performance seit Jahresbeginn