

Monthly CIO Letter

16. September 2024

Mit den letzten US-Arbeitsmarktdaten sind vermehrt Sorgen über das Wachstum der Wirtschaft aufgekommen. Die Hoffnung auf baldige und weitergehende Zinssenkungen tragen für den Moment die Märkte auf den aktuellen Bewertungsniveaus; die Asymmetrie zwischen Chancen und Risiken hat sich damit nicht verbessert. Wir belassen die Aktienquote untergewichtet und behalten die breite Diversifizierung der Portfolios bei.



Christoph Boner
Chief Investment Officer

Highlights

- Ein sich abschwächender US-Arbeitsmarkt hat die Sorgen über das Wachstum der Volkswirtschaft wieder aufkommen lassen.
- Die aktuellen Bewertungsniveaus hingegen verlangen nach einem hinreichenden Wachstum – oder ausreichenden Zinssenkungen.
- Ob Zinssenkungen oder Wachstum: Risiken sind auf beiden Seiten zu verorten.

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	➔				•	

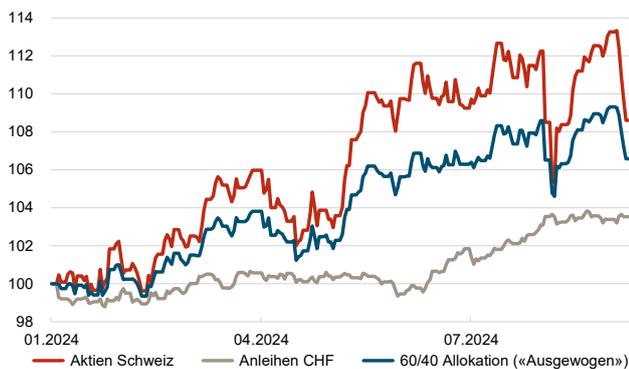
Veränderung: gegenüber Vormonat, **Positionierung:** -- stark untergewichtet | - untergewichtet | = neutral | + übergewichtet | ++ stark übergewichtet

Asset Allocation

Nach ersten grösseren Rücksetzern an den Aktienmärkten im August, zeigt sich auch in der ersten Hälfte September eine erhöhte Schwankungsbreite an den Börsen. Zum einen sind sportliche Bewertungsniveaus wie aktuell vorliegend anfälliger für Rücksetzer; vor allem aber haben die Wachstumssorgen in den letzten Wochen deutlich zugenommen.

Im Gegenzug zeigen die Anleihenmärkte deutliche Zugewinne: Die Erwartungen von weiteren und schnelleren Zinssenkungen führen zu deutlich tieferen Renditen, was die Kurse auf festverzinslichen Anlagen entsprechend steigen lässt.

Marktentwicklung 2024: Aktien und Anleihen



Als ob die Indikatoren einer Verlangsamung des Wachstums – allen voran die Entwicklung an den Arbeitsmärkten, aber auch eine Eintrübung der Aussichten im verarbeitenden Gewerbe – in der Investorengemeinde nicht schon genug Sorgenfalten verursachen, hat sich die US-Zinskurve erstmals seit zweieinhalb Jahren normalisiert: Längere Laufzeiten werfen wieder mehr Zinsertrag ab als ihre kürzer laufenden Pendanten. Der Zeitpunkt dieser Normalisierung wird nicht selten als Vorbote für eine kommende Wachstumseintrübung bis hin zu einer Rezession interpretiert.

Vor diesem Hintergrund belassen wir die Aktienquote für den Moment bei einer Untergewichtung von aktuell 42% für ein Profil «Ausgewogen». Das im letzten CIO Letter ausgeführte Risiko eines für die aktuellen Bewertungsniveaus zu tief ausfallenden Wachstums besteht weiter. Die Sensitivität der Aktienmärkte bezüglich (vermeintlicher) Anzeichen einer solchen Wachstumsverlangsamung lassen eine vorsichtige Positionierung angebracht erscheinen.

Die mit den Wachstumssorgen einhergehenden Erwartungen an weitergehende Zinssenkungen haben den Anleihenmärkten in den letzten Wochen

deutlichen Rückenwind beschert. Vor dem Hintergrund der aktuell hohen Erwartungen an die Notenbanken und dem vorliegenden Enttäuschungspotenzial belassen wir die Anleihenquote bei 40% für ein ausgewogenes Profil. Die über dem Markt liegende Kreditqualität der Portfolios bleibt genauso wie die kurze Duration bestehen.

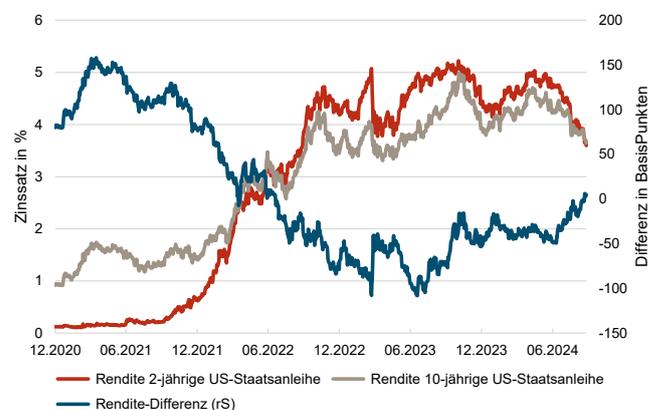
Die diversifizierenden Anlagen in Gold und Kryptowährungen führen wir weiter. Als zusätzliche Diversifikation, gerade auch hinsichtlich bestehender geopolitischer Risiken, bleiben wir ebenfalls über eine Struktur in Öl der Sorte Brent investiert.

Anleihen

Mit dem Aufkommen der Wachstumssorgen hat die Hoffnung auf Zinssenkungen zugenommen. Mittlerweile werden für die USA zwischen vier und fünf Zinsschritte alleine für die letzten Monate dieses Jahres erwartet. Auch für die Euro-Zone werden aktuell zwischen zwei und drei Schritte erwartet. Tatsächlich würde eine Wachstumsverlangsamung Raum für Zinssenkungen eröffnen, da in einem solchem Umfeld der Inflationsdruck naturgemäss nachlässt.

Ein anderes Phänomen hat die Marktteilnehmer in diesen Tagen ebenfalls beschäftigt: Erstmals seit mehr als zwei Jahren – konkret seit dem 1. April 2022 – hat sich die US-Zinskurve wieder normalisiert. Das heisst, erstmals liegen die Zinsen auf Papieren mit zehnjähriger Laufzeit wieder über der Rendite ihrer zweijährigen Pendanten und eine längere Phase einer Inversion ist damit zu einem (vorläufigen) Ende gekommen. Noch nie in den letzten fünfzig Jahren war die Kurve so lange invertiert.

Zinsstrukturkurve: Rendite 2 versus 10 Jahre



Gemeinhin wird eine Normalisierung der Zinskurve als Vorbote einer Wachstumsverlangsamung gesehen: Das durch die Notenbanken wesentlich gesteuerte kurze Ende der Kurve sinkt in Erwartung von

Zinssenkungen schneller als das längere Ende, welches aufgrund eines nachlassenden Inflationsdrucks und eben einer Wachstumsverlangsamung wohl ebenfalls – aber in geringerem Ausmass – sinkt. Eine Normalisierung der Kurve mit anschliessender Versteilung ist die direkte Folge.

Während eine normalisierte Zinskurve das Eingehen von Durationsrisiken wieder attraktiver macht, lassen uns die aktuell leicht überzogenen Erwartungen an Zinssenkungen von einer Erhöhung des Engagements im festverzinslichen Bereich absehen. Die Anleiheallokation bleibt weiter vorsichtig. Die Duration im EUR-Anleihenmarkt belassen wir bei 4.4 Jahren, während in CHF und USD die Duration bei rund 3 Jahren liegt. Die Kreditrisiken bleiben ebenfalls untergewichtet.

Aktien

Auch mit den letzten Rücksetzern an den Aktienmärkten bleiben die Märkte im leicht überbewerteten Bereich. Wie im letzten CIO Letter ausgeführt, kann dies problemlos über ein hinreichendes Wachstum sowie bald erfolgende Zinssenkungsschritte getragen werden und muss nicht zwingend zu weiteren Rücksetzern führen. Tatsache ist allerdings, dass das Rückschlagspotenzial erhöht bleibt, da insbesondere Enttäuschungen hinsichtlich des Wachstums auftreten können. Die letzten Arbeitsmarktdaten, mit weniger neu geschaffenen Stellen und einem leichten Anstieg der Arbeitslosenquote, könnten ein Indikator für eine anstehende Wachstumsverlangsamung sein.

Dazu zeigt sich, dass sich Produktionsgewinne über Anwendungen aus dem Bereich der Künstlichen Intelligenz (KI) allenfalls nicht in der vielerorts erwarteten kurzen Frist und in geringerem Ausmass einzustellen scheinen.

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.

Festzuhalten bleibt, dass sich das fundamentale Bild auch auf Ebene der Unternehmen weiter solide zeigt und sich die Wachstumsorgen noch nicht in der Breite manifestieren.

Weltaktien: Gewinn- und Kursentwicklung



Trotz dieses fundamental 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.

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

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 liegt unter 4%.

Anhang

Wirtschafts- und Marktentwicklung

BIP-Entwicklung (E: Konsens)

	2023	2024E
USA	2.5%	2.5%
EU	0.5%	1.0%
Schweiz	0.8%	1.3%

Zentralbanken Leitzinsen

	10.09.2024	Markterwartung
USD FED	5.50%	5.25%
EUR EZB	3.75%	3.50%
CHF SNB	1.25%	1.00%

Währungen

	10.09.2024	Prognose
EUR/CHF	0.933	0.92 – 0.96
USD/CHF	0.847	0.83 – 0.86
EUR/USD	1.102	1.09 – 1.12

Aktienmärkte

	P/E ø 5J.	P/E 2024E
Welt	19.4x	17.6x
USA	21.4x	19.8x
Europa	15.8x	13.1x
Schweiz	19.9x	17.5x
Schwellenländer	13.8x	11.0x

Marktentwicklung in Lokalwährung

Aktienmärkte

	QTD	YTD
Welt	4.3%	13.7%
USA	5.2%	16.3%
Europa	1.2%	9.2%
Schweiz	3.0%	9.2%
Schwellenländer	3.6%	6.2%

Rohstoffe und Alternative

	QTD	YTD
Gold (USD/Unze)	12.9%	22.0%
Ölpreis (USD/Brent)	-15.4%	1.0%
Bitcoin USD	-18.7%	37.3%

Inflation (E: Konsens)

	2023	2024E
USA	4.1%	2.9%
EU	5.4%	2.4%
Schweiz	2.1%	1.3%

Staatsanleihen (10 Jahre)

	10.09.2024	Prognose
USA	3.64%	3.55% – 4.00%
Deutschland	2.13%	2.05% – 2.35%
Schweiz	0.46%	0.30 – 0.50%

Rohstoffe und Alternative

	10.09.2024	Prognose
Gold (USD/Unze)	2'517	2'350 – 2'650
Ölpreis (USD/Brent)	69.2	68 – 78
Bitcoin USD	57'575	52'000 – 65'000

Div. Rendite

	Prognose
Welt	1.8%
USA	1.3%
Europa	3.3%
Schweiz	3.0%
Schwellenländer	2.7%

Staatsanleihen Rendite (10 Jahre)

	10.09.2024	29.12.2023
USA	3.64%	3.88%
EU	2.13%	2.02%
Schweiz	0.46%	0.70%

Währungen

	QTD	YTD
EUR/CHF	-4.1%	0.5%
USD/CHF	-6.0%	0.7%
EUR/USD	2.1%	-0.2%

Daten per 10. September 2024, QTD: Performance seit Quartalsbeginn, YTD: Performance seit Jahresbeginn