

Monthly CIO Letter

21. Oktober 2024

Mit der für den Moment eingefangenen Inflation richtet sich der Fokus der Marktteilnehmer wieder auf die konjunkturelle Entwicklung. Die US-Wirtschaft als Zugpferd zeigt sich diesbezüglich äusserst resilient. Die relativ hohen Bewertungsniveaus sind Abbild davon, wie auch von einem weitgehenden Ausblenden von Risiken jeglicher Natur. Wir belassen die Aktienquote untergewichtet und behalten die breite Diversifizierung der Portfolios bei.



Christoph Boner
Chief Investment Officer

Highlights

- Die Inflationsgefahren scheinen für den Moment gebannt. Dies erlaubt den Notenbanken eine vermehrte Berücksichtigung der konjunkturellen Situation.
- Tatsache bleibt, dass die aktuellen Bewertungsniveaus anspruchsvolle Wachstumsraten implizieren.
- Die anhaltenden geopolitischen Spannungen wie auch die Ungewissheit im Vorfeld der bevorstehenden US-Präsidentschaftswahlen stellen weiterhin eine Gefahrenquelle für dieses Wachstum dar.

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	➔				•	

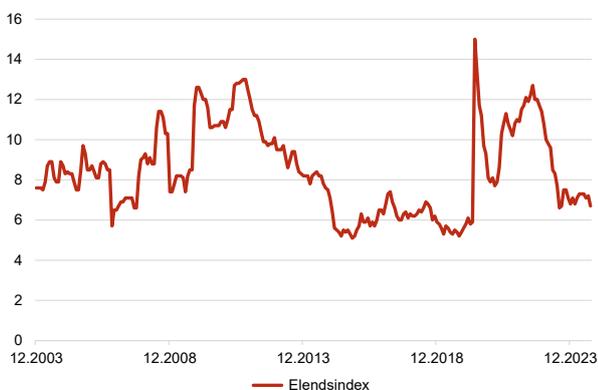
Veränderung: gegenüber Vormonat, **Positionierung:** -- stark untergewichtet | - untergewichtet | = neutral | + übergewichtet | ++ stark übergewichtet

Asset Allocation

Verschiedene Aktienmärkte haben in den letzten Tagen neue Höchststände erklommen. In USD gerechnet hat der Weltaktienmarkt dieses Jahr bereits mehr als 20% an Wert zugelegt. Auch die Anleihenmärkte zeigen insbesondere mit zunehmendem Risikoniveau eine ansprechende Wertentwicklung. Damit weisen auch gemischte Portfolios per dato eine deutlich über dem langjährigen Durchschnitt liegende Wertentwicklung auf.

Die Gründe für diese Entwicklung liegen vor allem in einer weiterhin sehr robusten US-Wirtschaft – welche mit einem Anteil von über 65% am globalen Aktienmarkt dominiert. Die Inflationsentwicklung scheint – für den Moment – im Griff und die dafür vorgenommenen Zinsanhebungen haben die Wirtschaft in den USA nicht in eine Rezession getrieben. Im Gegenteil, der sogenannten US-Elendsindex – bestehend aus der einfachen Summe von Arbeitslosenquote und Inflationsrate – notiert aktuell mit einem Wert von 6.7 auf tiefem Niveau.

US-Elendsindex: Arbeitslosigkeit plus Inflation



Vor diesem Hintergrund kann die Fed sich vermehrt auf die konjunkturelle Entwicklung konzentrieren – was von den Marktteilnehmern als weiterer positiver Aspekt gesehen wird.

Diese allgemein gute Stimmungslage hat die Aktienmärkte auf neue Höchststände getrieben; wie bereits im letzten CIO Letter ausgeführt erfordern diese Aktienkurszugewinne auch ein entsprechendes Wachstum. Weitgehend ausgeblendet bleiben dabei verschiedene dem Wachstum allenfalls abträglich wirkende Risiken: Zu nennen sind neben bekannten geopolitischen Risiken auch die im Ergebnis weiterhin offenen US-Wahlen im November. Das Risiko-Chance-Bild bleibt damit asymmetrisch und wir sehen aktuell trotz der soliden fundamentalen ökonomischen Situation von einer Erhöhung der Aktienquote ab.

Die Quote verbleibt damit bei einer Untergewichtung von aktuell 42% für ein Profil «Ausgewogen».

Mit diesen anhaltenden Wachstumserwartungen haben sich die Zinsen am längeren Ende der Kurve in den letzten Wochen teils deutlich erhöht. Hingegen hat sich am kürzeren Ende der Kurve die Erwartung bezüglich Zinssenkungen etwas moderiert, womit ein deutlich stimmigeres Bild entstanden ist. Die im letzten CIO Letter ausgeführten Risiken bezüglich zu weitgehender Hoffnungen auf Zinssenkungen haben sich damit abgebaut. Eine in den letzten Wochen in Teilen negative Entwicklung der Märkte für festverzinsliche Papiere ist Abbild davon. Dennoch erachten wir den Zeitpunkt für eine Erhöhung der Duration oder des Anleihenanteils als zu verfrüht. Wir belassen 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 aktuell noch jeweils zwei erwarteten Zinssenkungsschritten für die USA wie auch für Europa geben die Anleihenmärkte ein deutlich stimmigeres Bild ab als dies vor Monatsfrist noch der Fall war. Die Zinsstrukturkurven haben sich ebenfalls weiter normalisiert.

Inflationsrate: Entwicklung



Hauptgrund für diese Normalisierung stellt eine sich weiter zurückbildende Inflation dar. Gleichzeitig lässt die Arbeitsmarktsituation auf eine weiterhin robuste wirtschaftliche Entwicklung schliessen, ohne dass ein Preisdruck über Zweitrundeneffekte imminant scheint. Der dadurch (vermeintlich) entstehende grössere Raum für Notenbanken, sich vermehrt um

die konjunkturelle Entwicklung zu kümmern, trägt das Seinige zur aktuell guten Stimmung bei.

Auch wenn die sich eingemitteten Zinserwartungen wie auch die Normalisierung der Zinskurve das Eingehen von Durationsrisiken wieder attraktiver machen, sehen wir für den Moment von einer Erhöhung des Engagements im festverzinslichen Bereich ab. Die Anleihenallokation bleibt weiterhin 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

Vor dem Hintergrund weiterhin solider Datenkränze der Unternehmen wie auch dem in den letzten Wochen sich herauskristallisierenden konjunkturellen Bild haben die Aktienkurse weiter zugelegt. Betrachtet man das Verhältnis von aktuellen Aktienkursen zu vorliegenden Gewinnen, so notiert dieses Verhältnis weiterhin über dem historischen Durchschnitt. Die Wachstumsrisiken sind somit offensichtlich: Ein überdurchschnittliches Kurs-Gewinn-Verhältnis lässt sich über ein hinreichendes Wachstum rechtfertigen.

US-Aktien: Kurs-Gewinn-Verhältnis



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.

Neben der aktuell allgemein guten Stimmungslage, dem Ausblenden (geo-)politischer Risiken und der sich verfestigenden Erwartung an eine sanfte Landung der US-Wirtschaft treiben weiterhin KI-Fantasien die Wachstumserwartungen. Die Risiken bezüglich Wachstums sind damit einseitig: Exogene Schocks können jederzeit negative Folgen zeitigen; auch wenn für den Moment gezähmt, ist ein Wiederaufflammen der Inflation nicht im Bereich des Unmöglichen – der positive Effekt von technologischem Fortschritt wird oft in der kurzen Frist überschätzt. Auf der anderen Seite sind wenige positive Überraschungsfaktoren auszumachen: Selbst Klarheit nach den US-Wahlen dürfte sich unabhängig der obsiegenden Partei aufgrund der angedachten wirtschaftspolitischen Stossrichtungen – Ausgabenprogramme in Kombination mit Aufzug weiterer Handelshemmnisse – höchstens kurzfristig positiv auswirken.

Trotz einer fundamental ansprechenden ökonomischen Situation belassen wir die Aktienquote aufgrund dieser asymmetrischen Ertrags-Risiko-Situation leicht untergewichtet.

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 grosser 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% und der EUR-Anteil liegt unter 4%.

Anhang

Wirtschafts- und Marktentwicklung

BIP-Entwicklung (E: Konsens)

	2023	2024E
USA	2.9%	2.6%
EU	0.4%	1.0%
Schweiz	0.8%	1.4%

Zentralbanken Leitzinsen

	16.10.2024	Markterwartung
USD FED	5.00%	4.75%
EUR EZB	3.50%	3.00%
CHF SNB	1.00%	0.75%

Währungen

	16.10.2024	Prognose
EUR/CHF	0.940	0.93 – 0.95
USD/CHF	0.865	0.85 – 0.88
EUR/USD	1.086	1.07 – 1.09

Aktienmärkte

	P/E ø 5J.	P/E 2024E	Div. Rendite	Prognose
Welt	19.5x	18.8x	1.7%	leicht tiefer
USA	21.5x	21.3x	1.3%	leicht tiefer
Europa	15.8x	13.7x	3.2%	leicht tiefer
Schweiz	19.9x	17.9x	2.9%	leicht tiefer
Schwellenländer	13.9x	12.0x	2.5%	leicht tiefer

Marktentwicklung in Lokalwährung

Aktienmärkte

	QTD	YTD
Welt	9.8%	19.7%
USA	12.0%	23.8%
Europa	3.7%	11.8%
Schweiz	5.1%	11.3%
Schwellenländer	11.8%	14.5%

Rohstoffe und Alternative

	QTD	YTD
Gold (USD/Unze)	19.9%	29.6%
Ölpreis (USD/Brent)	-9.2%	8.5%
Bitcoin USD	-4.6%	61.2%

Inflation (E: Konsens)

	2023	2024E
USA	4.1%	2.9%
EU	5.4%	2.4%
Schweiz	2.1%	1.2%

Staatsanleihen (10 Jahre)

	16.10.2024	Prognose
USA	4.01%	3.75% – 4.10%
Deutschland	2.18%	2.05% – 2.35%
Schweiz	0.42%	0.30 – 0.50%

Rohstoffe und Alternative

	16.10.2024	Prognose
Gold (USD/Unze)	2'674	2'550 – 2'750
Ölpreis (USD/Brent)	74.2	70 – 80
Bitcoin USD	67'620	56'000 – 70'000

Staatsanleihen Rendite (10 Jahre)

	16.10.2024	29.12.2023
USA	4.01%	3.88%
EU	2.18%	2.02%
Schweiz	0.42%	0.70%

Währungen

	QTD	YTD
EUR/CHF	-3.4%	1.2%
USD/CHF	-4.0%	2.9%
EUR/USD	0.7%	-1.6%

Daten per 16. Oktober 2024, QTD: Performance seit Quartalsbeginn, YTD: Performance seit Jahresbeginn