

Monthly CIO Letter

25. November 2024

Ist nach der Unsicherheit über den Ausgang der US-Wahlen vor der Zuversicht über die weitere Marktentwicklung? Zumindest in der kurzen Frist dürfte ein positives Momentum getragen von aktuell ansprechenden Wachstumserwartungen anhalten. Mittelfristig allerdings sind die angestrebten politischen Weichenstellungen – soweit bekannt – der Entwicklung an den globalen Märkten tendenziell abträglich. Wir erhöhen die Aktienquote leicht und realisieren einen Teil der Gewinne auf den Bitcoin-Anlagen.



Christoph Boner
Chief Investment Officer

Highlights

- Der Ausgang der US-Wahlen hat vor allem die Entwicklung an den US-Aktienmärkten positiv beeinflusst; der US-Dollar hat an Wert gewonnen und die USD-Zinsen sind angestiegen. Die europäischen Aktienmärkte haben im Gegenzug an Boden verloren.
- Die Chancen für eine positive Entwicklung an den Aktienmärkten in den letzten Wochen des Jahres sind intakt. Mittelfristig ist mit einer volatilieren Marktentwicklung zu rechnen.

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

Das Jahr der vielen Wahlen – immerhin mehr als ein Drittel der Erdbevölkerung hat 2024 gewählt – geht dem Ende zu und die wohl wichtigste Wahl ist auch entschieden. Das Ergebnis der US Präsidentschaftswahlen ist deutlich ausgefallen und beschert der künftigen republikanischen Administration zumindest für zwei Jahre einen weitgehenden Handlungsspielraum.

Die US-Aktienmärkte haben vorerst positiv auf diesen Ausgang der Wahlen reagiert. Der zu erwartende Fokus auf die nationale Wirtschaft sorgt für weiterhin robuste Wachstumserwartungen und viel ökonomische Zuversicht. Die Kehrseite dieser Entwicklung ist eine negative Reaktion der unter diesem Heimatbezug der USA tendenziell leidenden Volkswirtschaften – allen voran der exportorientierten europäischen Länder.

Aktienmarktentwicklung 2024



Diese Entwicklung ist auf jeden Fall trügerisch: Eine einfache Überschlagsrechnung zeigt, dass der Versuch nicht aufgeht, über allerlei Tarife und Zölle die durch die geplanten Steuerausfälle entstehenden Einnahmefälle zu kompensieren. Das Defizit im US-Staatshaushalt wird weiter anwachsen und die Empirie zeigt, dass der allfällige Wachstumsschub nicht ausreichen wird, dieses Loch zu stopfen. Dies umso mehr nicht, als die Notenbank Fed ein weiteres Wachstum im Rahmen ihres Auftrags der Inflationskontrolle nur bedingt zulassen kann.

Nach der teilweisen Konsolidierung der Aktienmärkte in den letzten Wochen und dem durch die US-Wahlen ausgelösten Optimismus an den Börsen erhöhen wir das Aktienengagement auf das Jahresende hin leicht auf neu 45% für ein Portfolio mit ausgewogenem Profil.

Wie im letzten CIO Letter ausgeführt, ist der Zeitpunkt für eine entscheidende Erhöhung des Engagements in festverzinslichen Anleihen zu früh, auch wenn sich die Zinserwartungen in den letzten Wochen weiter moderiert haben. Die zu erwartenden Schritte der neuen Administration in Washington werden den Inflationsdruck aufrechterhalten, was zum einen gegen weitgehende Zinssenkungen durch die Fed spricht und zum anderen höhere Zinsen am längeren Ende mit sich bringt. 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 herausragende Wertentwicklung der Portfolios ist im laufenden Jahr auch dem Bitcoin-Preis zu verdanken, der sich bis dato mehr als verdoppelt hat. Wir realisieren einen Teil der Gewinne und reduzieren die Positionen. Gold bleibt weiterhin Bestandteil des diversifizierenden Teils der Portfolios, genauso wie eine Struktur auf den Ölpreis – eine Teilabsicherung gegen eine Eskalation von geopolitischen Risiken – weiter in den Portfolios verbleibt.

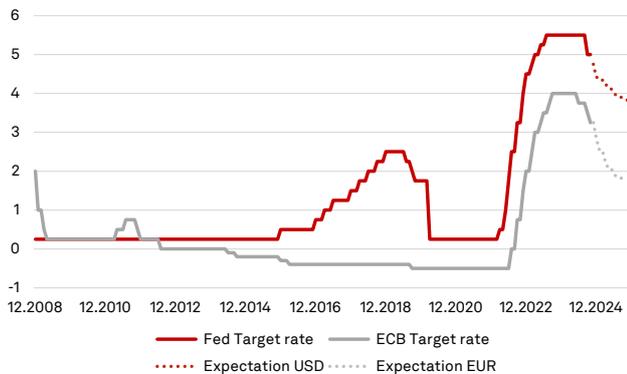
Anleihen

Die letzten Inflationszahlen und die Entwicklung einzelner Komponenten haben aufhorchen lassen: Das Risiko einer künftig wieder erhöhten Inflation besteht weiterhin. Nicht nur wirken Handelshemmnisse in Form von Zöllen und Abgaben preistreibend. Auch die verschiedenen staatlichen Ausgaben – die anvisierten Kürzungen dürfen als komplett illusorisch taxiert werden – lassen den Inflationsdruck nicht abklingen.

Zu allem Überfluss könnte ein sich langsam entspannender Arbeitsmarkt wieder zu einem Inflationsproblem werden: nämlich genau dann, wenn die anvisierten Verschärfungen im Immigrationswesen zu einer merklichen Verknappung der Arbeitsnachfrage führen würden.

Die Zinsmärkte haben diese Entwicklung bereits vorweggenommen. Die Zinsen auf den 10-jährigen Anleihen sind in Erwartung des wirtschaftlichen Wachstums und des anhaltenden Inflationsdrucks bereits deutlich auf zwischenzeitlich über 4.5% für die US-Staatsanleihen angestiegen. Im Gegenzug haben sich die Hoffnungen auf baldige Zinssenkungen verflüchtigt. So werden aktuell für das kommende Jahr gerade mal noch drei Zinsschritte für die USA erwartet. Die US-Zinsstrukturkurve hat sich dadurch weiter normalisiert.

Leitzinsentwicklung und Markterwartungen



Aufgrund des schwächeren Wachstums in Europa werden für die EZB innert Jahresfrist gegen sechs Zinsschritte erwartet.

Wegen dem weiter bestehenden Inflationsdruck und der aktuell tiefen Kreditrisikoaufschläge bleibt die Anleihenallokation weiterhin vorsichtig. Die Duration im EUR-Anleihenmarkt beträgt 4.4 Jahre, während in CHF und USD die Duration bei rund 3 Jahren liegt. Kreditrisiken bleiben ebenfalls untergewichtet.

Aktien

Mit neuen Schuldenhöchstständen und weiter hohen Zinsen werden Verdrängungseffekte zu gewärtigen sein: Der Raum für Investitionen, die das Wachstum ankurbeln, wird zunehmend kleiner. In Kombination mit einer erratischeren Politik in den USA und einer vermehrten Abkehr von einer regelbasierten hin zu einer machtbasierten Weltordnung wird die Erschütterungsgefahr an den globalen Kapitalmärkten zunehmen. Beide Effekte dürften mittelfristig negativ auf die Entwicklung an den Märkten wirken.

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.

In der kurzen Frist dürfte der aktuelle Optimismus noch anhalten – nicht zuletzt beflügelt von äusserst ansprechenden Unternehmenszahlen in der ablaufenden Berichtssaison. Die Bewertung bleibt jedoch hoch, sprich das Wachstumsversprechen muss auch eingelöst werden.

Mit dem weitgehend reibungslosen Ausgang der US-Wahlen ist ein wichtiger Risikofaktor verschwunden. Aufgrund der fundamental ansprechenden ökonomischen Situation und dem vorherrschenden Optimismus erhöhen wir die Aktienquote leicht auf eine neutrale Gewichtung. Neben der allgemein positiven Stimmungslage dürften auch saisonale Effekte zumindest nicht gegen eine zeitweilige Erhöhung des Aktienengagements sprechen.

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.

Die aktuell erwartete offenere Einstellung der US-Regulierung gegenüber Kryptowährungen hat zu einem starken Anstieg der Kurse geführt. Nach einem Preisanstieg von mehr als 100% innert Jahresfrist nehmen wir einen Teil der Gewinne mit und reduzieren die entsprechenden Positionen.

Währungen

Mit der Erhöhung der Aktienquote geht eine leichte Erhöhung der USD-Quote einher. Der Referenzwährungsanteil für ein ausgewogenes Profil liegt bei rund 72%; der USD-Anteil bewegt sich bei 10% und der EUR-Anteil liegt unter 5%.

Anhang

Wirtschafts- und Marktentwicklung

BIP-Entwicklung (E: Konsens)

	2023	2024E
USA	2.9%	2.7%
EU	0.4%	1.0%
Schweiz	0.8%	1.5%

Zentralbanken Leitzinsen

	21.11.2024	Markterwartung
USD FED	4.75%	4.50%
EUR EZB	3.25%	3.00%
CHF SNB	1.00%	0.75%

Währungen

	21.11.2024	Prognose
EUR/CHF	0.929	0.93 – 0.95
USD/CHF	0.887	0.85 – 0.88
EUR/USD	1.047	1.07 – 1.09

Aktienmärkte

	P/E ø 5J.	P/E 2024E
Welt	19.6x	19.1x
USA	21.6x	21.8x
Europa	15.8x	13.2x
Schweiz	19.9x	17.0x
Schwellenländer	13.9x	11.7x

Marktentwicklung in Lokalwährung

Aktienmärkte

	QTD	YTD
Welt	10.5%	20.5%
USA	14.2%	26.2%
Europa	0.5%	8.4%
Schweiz	-0.1%	5.8%
Schwellenländer	6.2%	8.8%

Rohstoffe und Alternative

	QTD	YTD
Gold (USD/Unze)	19.7%	29.4%
Ölpreis (USD/Brent)	-8.8%	9.0%
Bitcoin USD	38.4%	133.9%

Inflation (E: Konsens)

	2023	2024E
USA	4.1%	2.9%
EU	5.4%	2.4%
Schweiz	2.1%	1.1%

Staatsanleihen (10 Jahre)

	21.11.2024	Prognose
USA	4.42%	4.25% – 4.55%
Deutschland	2.32%	2.20% – 2.45%
Schweiz	0.40%	0.30 – 0.50%

Rohstoffe und Alternative

	21.11.2024	Prognose
Gold (USD/Unze)	2'670	2'550 – 2'750
Ölpreis (USD/Brent)	74.2	70 – 80
Bitcoin USD	98'085'35'000	105'000

Div. Rendite

	Prognose
Welt	leicht steigend
USA	leicht steigend
Europa	seitwärts
Schweiz	seitwärts
Schwellenländer	seitwärts

Staatsanleihen Rendite (10 Jahre)

	21.11.2024	29.12.2023
USA	4.42%	3.88%
EU	2.32%	2.02%
Schweiz	0.40%	0.70%

Währungen

	QTD	YTD
EUR/CHF	-4.5%	0.0%
USD/CHF	-1.6%	5.4%
EUR/USD	-2.9%	-5.1%

Daten per 21. November 2024, QTD: Performance seit Quartalsbeginn, YTD: Performance seit Jahresbeginn