



Kompass

4. Quartal 2024

Safe Haven Währungen im Fokus

Frankenstärke fordert SNB und Anleger

Anlageimplikationen für Schweizer Investoren

Der Schweizer Franken als Safe Haven Währung

Die überraschende Zinserhöhung der Bank of Japan führte zur Auflösung zahlreicher Yen Carry Trades und zog Marktturbulenzen und eine deutliche Aufwertung des Yen nach sich. Aufgrund des tiefen Zinsniveaus und der stabilen Wirtschaft mit hohen Leistungsbilanzüberschüssen zählt der Yen zusammen mit dem Schweizer Franken zu den klassischen Safe Haven Währungen, die von Investoren in Krisenzeiten gesucht werden. Dank einer äusserst disziplinierten Fiskalpolitik steht der Franken auch ausserhalb von Krisen unter einem permanenten Aufwertungsdruck, dem die SNB nur bedingt entgegenwirken kann.

Dies stellt für Schweizer Anleger eine Herausforderung dar, da risikoarme CHF Obligationen bester Anlagequalität aufgrund der tiefen Zinsen keine positive reale Rendite abwerfen. Aktien dürften langfristig deutliche höhere Renditen abwerfen. Für Schweizer Anleger sind die zu erwarteten Renditen aufgrund der Frankenstärke aber tiefer und die Schwankungen aufgrund der Safe Haven Eigenschaften des Frankens höher als beispielsweise für eurobasierte Anleger. Fremdwährungsrisiken lassen sich auch mit einem starken "Home Bias" nicht vermeiden, da die meisten Schweizer Unternehmen den Grossteil ihres Umsatzes im Ausland erwirtschaften. Neben einer international ausgerichteten Aktienstrategie setzen wir für unsere Franken Strategien deshalb auch auf Schweizer Wohnimmobilienfonds. Diese gelten als guter Inflationschutz, sind konjunkturresistent und praktisch immun gegen Währungsschwankungen.

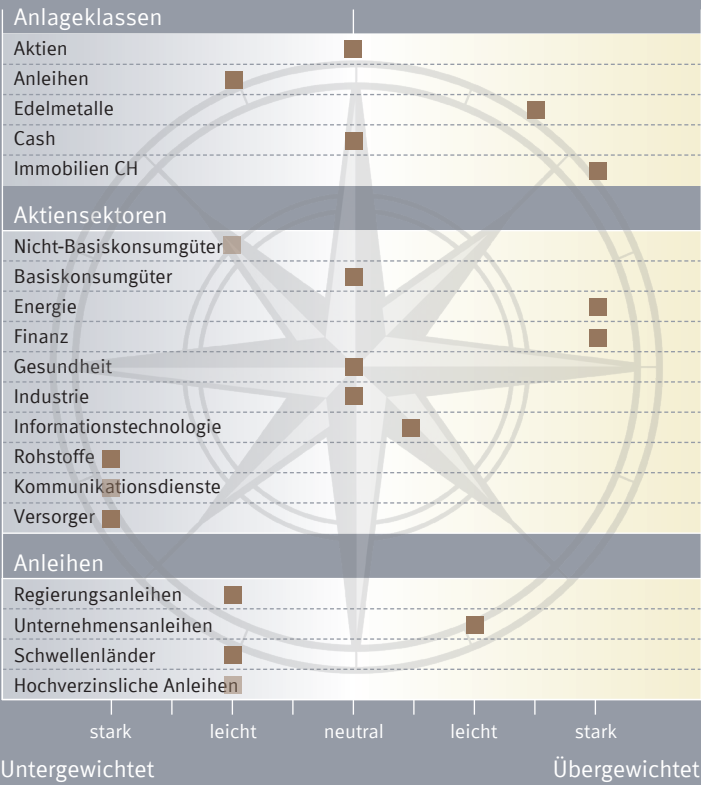
Robustes Wachstum trotz schwachem Arbeitsmarkt

Das globale Wirtschaftswachstum zeigt sich widerstandsfähig, trotz jüngster Schwächephasen, die vor allem durch enttäuschende Arbeitsmarktdaten aus den USA ausgelöst wurden. Obwohl die viel zitierte Sahm Rule ein Rezessions-signal setzte, gibt es mehrere Anzeichen, dass wir uns aktuell nicht in einer Rezession befinden. Die Produktivität hat sich erholt, und obschon die Unternehmensgewinne leicht rückläufig sind, deuten die OECD Frühindikatoren auf eine Stabilisierung hin. Positive Daten zu BIP Wachstum, Konsum und Haushaltseinkommen bestätigen diese Einschätzung.

Die Inflation hat in den letzten Monaten nachgelassen, bleibt aber über dem Zielniveau der Fed. Dieser Rückgang wird hauptsächlich durch fallende Lohnstückkosten getrieben. In den nächsten zwölf Monaten werden daher sowohl in den USA als auch in Europa und der Schweiz Zinssenkungen erwartet.

In Anbetracht des aktuellen makroökonomischen Umfelds erachten wir unsere Allokation als angebracht. Daher halten wir sowohl an den bestehenden Gewichtungen der Anlageklassen als auch der Sektoren fest. Im Anleihenbereich bleibt unsere Empfehlung unverändert: Eine sorgfältige Prüfung der Kreditqualität und die Bevorzugung von erstklassigen Emittenten sind weiterhin essenziell.

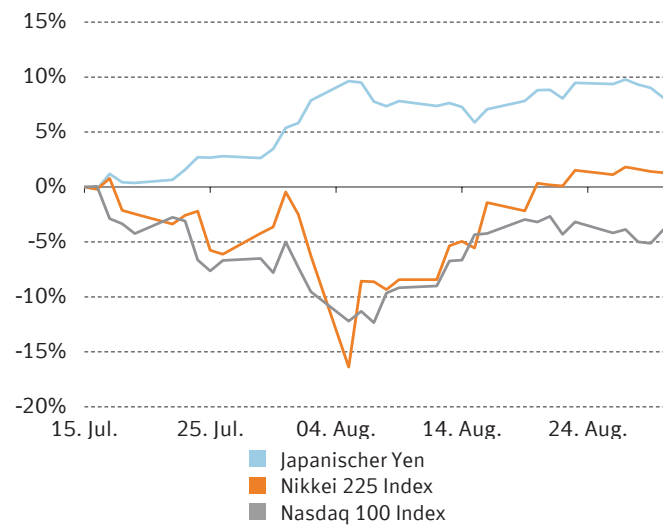
Asset Allocation Empfehlung per 1. Oktober 2024 für einen Anleger mit Basiswährung CHF



Aktualität: Safe Haven Währungen im Fokus

Aktualität 1:

Indexierte Wertentwicklung in USD



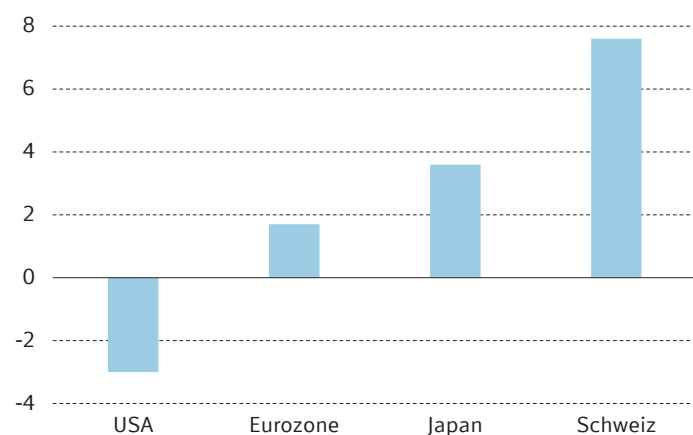
Bank of Japan Schock

Die Bank of Japan erhöhte Ende Juli überraschend die Leitzinsen auf 0,25% und verabschiedete sich damit nach einem ersten Zinsschritt im März endgültig von ihrer 17 Jahre andauernden, ultralockeren Geldpolitik. Zudem kündigte die Notenbank an, ihre monatlichen Käufe von japanischen Staatsanleihen und Aktien ETFs zu reduzieren. Dies führte zur raschen Auflösung von Yen Carry Trades, bei denen sich Anleger in Yen verschulden, um in rentablere Anlagen im Ausland zu investieren. In Kombination mit den in derselben Woche veröffentlichten schwachen US Arbeitsmarktdaten sorgte dies für Unruhe an den Märkten. Daraufhin wertete sich der Yen deutlich auf und globale Aktien wurden abverkauft. Besonders stark betroffen waren dabei US Techwerte und exportorientierte japanische Unternehmen.

Aktualität 2:

Quelle: Weltbank

Leistungsbilanzdefizit/-überschuss in % des BIP



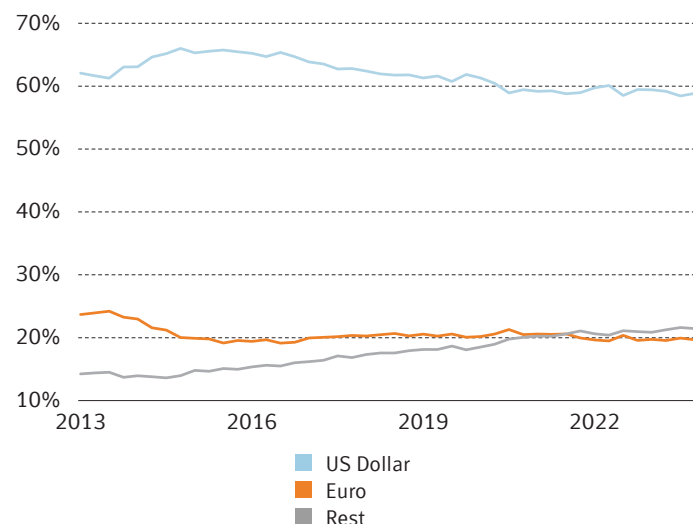
Eigenschaften von Safe Haven Währungen

Safe Haven Währungen wie der Schweizer Franken und der japanische Yen sind bekannt für ihre Stabilität, insbesondere in Zeiten globaler wirtschaftlicher Turbulenzen. Diese sicheren Währungen stammen aus Ländern mit robusten Volkswirtschaften, die durch niedrige Zinsen, tiefe Inflationsraten und Leistungsbilanzüberschüsse gekennzeichnet sind. Die Leistungsbilanzüberschüsse sind dabei eine Folge der starken Exportwirtschaft der jeweiligen Länder. Aufgrund des niedrigen Zinsniveaus sind diese Währungen auch für die Finanzierung von Carry Trades beliebt. Wie das jüngste Yen Beispiel zeigt, besteht jedoch die Gefahr, dass bei unerwarteten Zinsänderungen schnell Leverage abgebaut wird und es zu Turbulenzen an den Devisen und Aktienmärkten kommen kann.

Aktualität 3:

Quelle: IWF

Anteil an den globalen Währungsreserven



Ist der US Dollar auch eine Safe Haven Währung?

Nach Angaben der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich entfielen im Jahr 2022 weltweit 88,5% des Umsatzes mit Fremdwährungsinstrumenten auf den US Dollar (USD), der damit die liquideste und wichtigste Handelswährung darstellt. Ebenso ist der US Dollar mit einem Anteil von 58,9% an den globalen Währungsreserven die wichtigste Reservewährung und die meisten Schulden sind in USD denominiert. Dies hat zur Folge, dass in Krisenzeiten, in denen Schulden an den Finanzmärkten abgebaut werden, die Nachfrage nach US Dollar steigt. Dennoch gilt der USD nicht als klassische Safe Haven Währung, da die USA eine hohe Staatsverschuldung, ein exzessives Haushaltsdefizit und insbesondere als weltweit grösster Nettoimporteur eine negative Leistungsbilanz aufweisen. Diese Faktoren schwächen zunehmend den Status des US Dollars als globale Leitwährung.

Grundtrend: Frankenstärke fordert SNB und Anleger

Grundtrend 1:

Realer CHF-Wechselkursindex

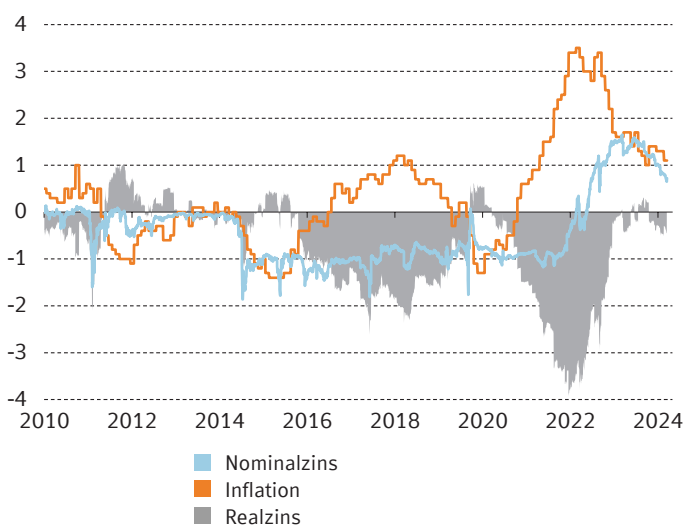


Starker Schweizer Franken

Der Schweizer Franken gilt nicht nur in Krisenzeiten, sondern generell als eine der stabilsten und stärksten Währungen. Dies ist auf mehrere Schlüsselfaktoren zurückzuführen. Neben den oben genannten Merkmalen zeichnet sich die Schweiz durch eine disziplinierte Finanzpolitik und eine geringe Staatsverschuldung aus. Das vollständig finanzierte Rentensystem und die anhaltende Zuwanderung tragen ebenfalls zur hohen Nachfrage nach Franken bei. Im Vergleich zur Schweiz weist Japan zwar hohe private Ersparnisse auf, hat aber ein grosses Haushaltsdefizit und eine hohe Staatsverschuldung. Die einzigartige Kombination in der Schweiz führt langfristig zu einer realen Aufwertung des Frankens gegenüber den meisten Währungen.

Grundtrend 2:

Prozent

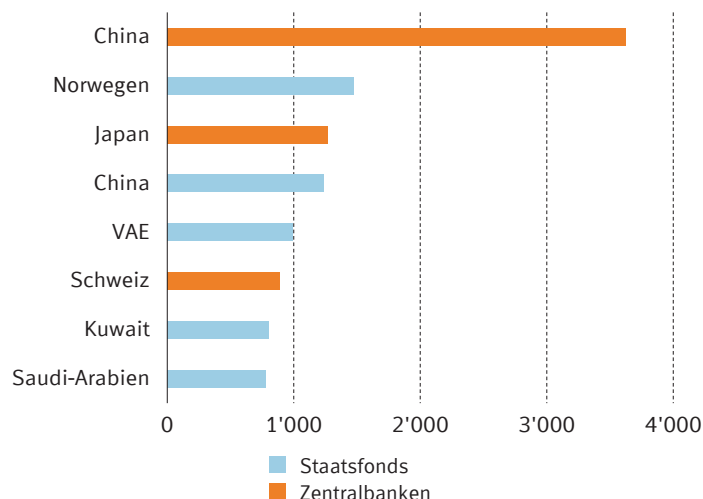


Frankenstärke als Herausforderung für Anleger

Die Aufwertung des Frankens hat zu einem stetigen Anstieg der Kaufkraft der Schweizer im Ausland geführt. Umgekehrt ist es für Schweizer Anleger herausfordernd, die Kaufkraft im Inland zu halten. Infolge der Attraktivität des Schweizer Frankens besteht eine hohe Nachfrage nach Franken Anleihen, was aufgrund des begrenzten Angebots zu tiefen Nominalzinsen führt. Diese liegen dabei unter der ohnehin sehr niedrigen Inflationsrate, was negative Realzinsen zur Folge hat. Mit risikolosen Anlagen kann die Inflation also nicht kompensiert werden. Zudem sind die erwarteten realen Renditen von risikoreicheren Anlagen wie Aktien für Schweizer Anleger im Vergleich zu ausländischen Anlegern tiefer und aufgrund der Safe Haven Eigenschaften der heimischen Währung zudem riskanter.

Grundtrend 3:

Währungsreserven (in USD Milliarden)

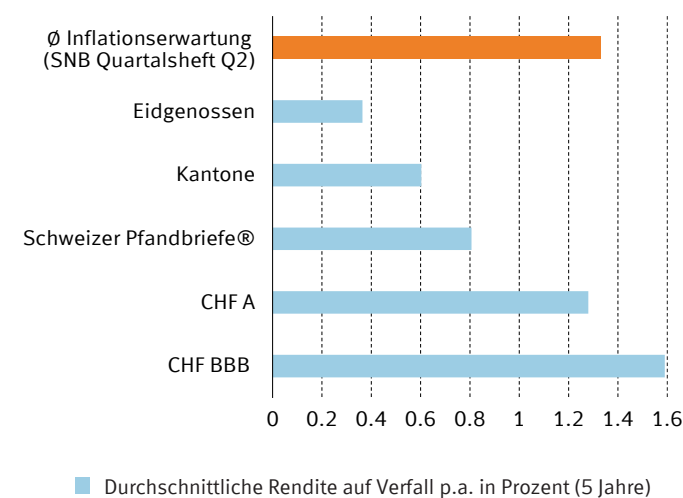


Die Rolle der SNB

Die Herausforderung für die SNB besteht darin, den starken Schweizer Franken zu steuern, ohne die wirtschaftliche Stabilität der Schweiz zu gefährden und gleichzeitig die Preisstabilität zu gewährleisten. Durch gezielte Interventionen am Devisenmarkt versucht sie eine übermässige Aufwertung des Frankens, welche die Exportwirtschaft schwächen könnte, zu verhindern. Seit der grossen Finanzkrise 2008 hat sie mit Ausnahme einer kurzen Phase der Bilanzreduktion zur Inflationsbekämpfung in den Jahren 2022 und 2023 kontinuierlich Fremdwährungsreserven aufgebaut, die auf Augenhöhe sind mit den Staatsfonds der grossen Ölexportnationen. Da die Schweiz im Vergleich zu beispielsweise Japan eine kleine Volkswirtschaft ist, war die SNB mit ihren Devisenmarktinterventionen erstaunlich effizient. Den langfristigen Aufwertungsdruck auf den Franken kann dieses Instrument aber nur abschwächen.

Wissen & Erfahrung: Anlageimplikationen für Schweizer Investoren

Wissen & Erfahrung 1:

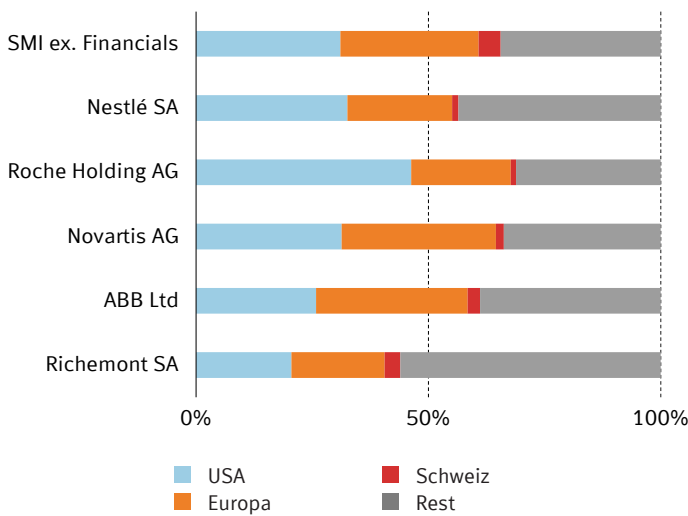


Anspruchsvolles Umfeld für CHF Obligationen

Anleihen der Eidgenossenschaft gehören zu den sichersten Anlagen überhaupt, was sich in den tiefen Renditen widerspiegelt. Schweizer Pfandbriefe bieten dank ihrer mehrstufigen Sicherheitskette eine nahezu risikolose Alternative mit einer höheren, aber immer noch unter der Inflationsrate liegenden Rendite. Eine positive reale Rendite lässt sich erst mit Unternehmensanleihen im BBB- bis A-Segment erzielen. Auch Fremdwährungsanleihen bieten in der Regel keine Zusatzrendite, da die Absicherungskosten die höheren Zinsen der Fremdwährung aufheben. Im Hochzinssegment können sie aber dank der grösseren Schuldnerauswahl interessant sein. Trotz der hohen Kosten ist eine Währungsabsicherung zu empfehlen, da Wechselkursschwankungen das Rendite Risiko Verhältnis verschlechtern.

Wissen & Erfahrung 2:

Umsatz pro Region in CHF Milliarden

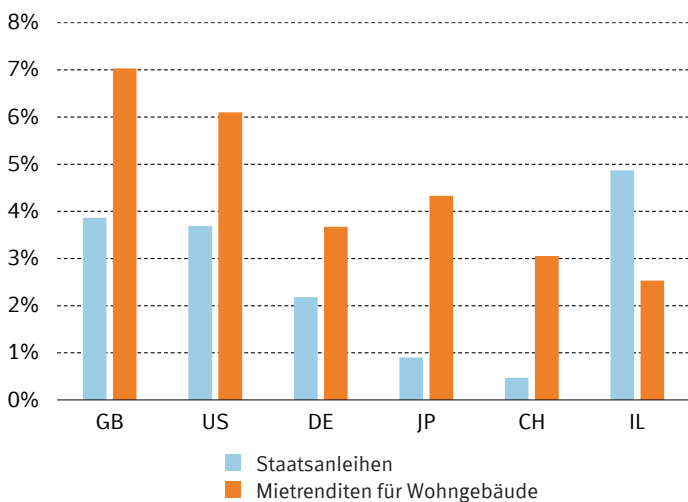


Globale Diversifikation lohnt sich

Mit einer Gewinnrendite von 5% dürften Schweizer Aktien langfristig die Inflation mehr als ausgleichen. Natürlich sind die Risiken ungleich höher als bei Obligationen, auch bezüglich des Währungsrisikos. Fremdwährungslimiten für Aktien, wie sie beispielsweise das BVG implizit vorschreibt, sind aber Augenwischerei. Die Mehrheit der an der SIX kotierten Unternehmen erzielt ihre Umsätze hauptsächlich im Ausland. Da ihre Kosten überwiegend in der Schweiz anfallen, reagieren die Gewinne überproportional auf Währungsschwankungen. Während ein gewisser "Home Bias" normal ist, sollte die Gesamtallokation international ausgerichtet sein. Die Vorteile einer besseren sektoralen Diversifizierung und einer deutlich grösseren Auswahl für einen Best in Class Ansatz sind evident.

Wissen & Erfahrung 3:

Rendite



Attraktive Schweizer Wohnimmobilien

Immobilien bieten allein durch ihren Substanzwert Schutz vor Inflation, während die Mieteinnahmen abzüglich der Instandhaltungskosten als reale Rendite hinzukommen. Gegenüber Währungsschwankungen ist die Anlageklasse nahezu immun. Hauptrisikofaktoren sind Zinsschwankungen, die aber mit Verzögerung auf die Mieten überwältzt werden können, sowie der politische Druck zur Mietzinsbegrenzung. Dieser ist in der Schweiz aber geringer als im Ausland, wo die Mieten relativ zu den Löhnen höher sind. Zudem sind die Renditen in der Schweiz im Vergleich zu Staatsanleihen attraktiver, was teils auf die niedrigere Inflation hierzulande zurückzuführen ist. Aufgrund der hervorragenden Rendite Risiko Eigenschaften gewichten viele Pensionskassen diese Anlageklasse ähnlich stark wie Aktien. Für Privatpersonen kommen steuerliche Vorteile hinzu, weshalb wir in unseren Frankenstrategien auf Immobilienfonds setzen.

Bei den in unserer Analyse verwendeten Kursen handelt es sich um Schlusskurse des jeweiligen Zeitraumes. Die unseren Bewertungsmodellen zu Grunde liegenden Zahlen sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne Ankündigung ändern. Die Verwendung von Bewertungsmodellen schliesst das Risiko nicht aus, dass faire Bewertungen über einen genannten Anlagezeitraum nicht erreicht werden. Eine unübersehbare Vielzahl von Faktoren hat Einfluss auf die Kursentwicklung. Unvorhersehbare Änderungen können sich zum Beispiel aus technologischen Entwicklungen, aus gesamtkonjunkturellen Aktivitäten, aus Wechselkurschwankungen oder aus Änderungen gesellschaftlicher Wertvorstellungen ergeben. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

Dreyfus Söhne & Cie AG veröffentlicht den Kompass vier Mal pro Jahr. Die Publikation richtet sich an Kunden der Bank und Interessierte. Sie stellt auszugsweise dar, mit welchem Instrumentarium und mit welcher Methodologie die Bank das Geschehen rund um die Finanzmärkte verfolgt. Der Kompass leistet Orientierungshilfe, kann aber den individuellen Portfoliokontext nicht berücksichtigen. Er dient zu Informations- und Werbezwecken.

© Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers

Redaktionsschluss: 12. September 2024

Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers
Aeschenvorstadt 16 | Postfach | 4002 Basel | Schweiz
Telefon +41 61 286 66 66

contact@dreyfusbank.ch | www.dreyfusbank.ch