

Monthly CIO Letter

26. Februar 2024

Gemischte Indikationen bezüglich der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung sowie höher als erwartet ausgefallene Inflationswerte führen zu einer Justierung der Zinserwartungen. Ein nunmehr vermehrter Fokus auf das Thema Wachstum ist Abbild des Bedarfs der Analystengilde, die aktuellen Bewertungsniveaus zu plausibilisieren. Wir bleiben bei Aktien untergewichtet und realisieren einen Teil der Gewinne auf der US-Valuta.



Christoph Boner
Chief Investment Officer

Highlights

- Nach einem verhaltenen Start ins Jahr tendieren die globalen Aktienmärkte in den letzten Wochen nach oben.
- Eine weiterhin über Potenzial wachsende US-Wirtschaft hat den Märkten Rückenwind beschert. Höher als erwartete Inflationswerte lassen aber Zweifel an den optimistischen Zinserwartungen aufkommen.
- Mit weniger starken Zinssenkungen rückt auf dem aktuellen Bewertungsniveau der Märkte die Frage nach dem zu erwartenden Wirtschaftswachstum wieder ins Zentrum.

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 einem verhaltenen Start ins Jahr tendieren die globalen Aktienmärkte seit Mitte Januar deutlich nach oben. So zeigen die globalen Aktienmärkte einen Wertzuwachs von aktuell über 8% in CHF, was vor allem auf starke US-Aktien – erneut allen voran ausgewählte Technologieschwergewichte – sowie eine seit Jahresbeginn erstarkende US-Valuta zurückzuführen ist.

Die Zinsmärkte zeigen dabei aufgrund gestiegener Zinsen eine tendenziell leicht negative Wertentwicklung. Die Rendite auf 10-jährigen Schweizer Staatsanleihen ist von 0.65% Ende 2023 auf aktuell 0.89% gestiegen, während die Rendite auf vergleichbaren US-Staatsanleihen von 3.88% auf 4.32% geklettert ist.

Während die Aktienmärkte stark von einer Berichtssaison mit ansprechenden Zahlenkränzen und hinreichend optimistischen Aussichten geprägt war, haben höher als erwartet ausgefallene Inflationswerte die Stimmung zwischenzeitlich kurz eingetrübt: Sollten aufgrund des anhaltenden Inflationsdrucks doch weniger Zinssenkungen als zu Beginn des Jahres erwartet erfolgen, bedürfen die aktuellen Bewertungsniveaus eines hinreichend hohen Wirtschaftswachstums. Das Enttäuschungspotenzial hat sich entsprechend verschoben; ebenfalls bleiben geopolitische Risiken weitgehend ausgeblendet.

Vor dem Hintergrund der revidierten Zinserwartungen erhöhen wir die Allokation auf zinstragenden Papieren in zweierlei Dimensionen leicht: Zum einen erhöhen wir die Allokation in USD-Staatsanleihen mittels einer Struktur, welche uns auch von einer weiteren Normalisierung der Zinsstrukturkurve profitieren lässt; zum anderen erhöhen wir punktuell die Zinssensitivität über eine leicht höhere Portfolio-Duration. Diese kommt abhängig von der Währung auf circa 3 Jahre zu liegen.

Die Anleihenquote für ein ausgewogenes Risikoprofil liegt neu bei 38%. Die hohe Kreditqualität der Portfolios bleibt bestehen; Anlagen in tiefer Kreditqualität erachten wir vor dem Hintergrund des steigenden Refinanzierungsbedarfs als nicht attraktiv.

Die Aktienquote für das erwähnte Risikoprofil belassen wir unter der strategischen Quote bei aktuell 42%. Das Untergewicht halten wir dabei über verschiedene Regionen der entwickelten Welt; Aktien der aufstrebenden Welt werden aufgrund der attraktiven Bewertung auf neutralem Niveau gewichtet.

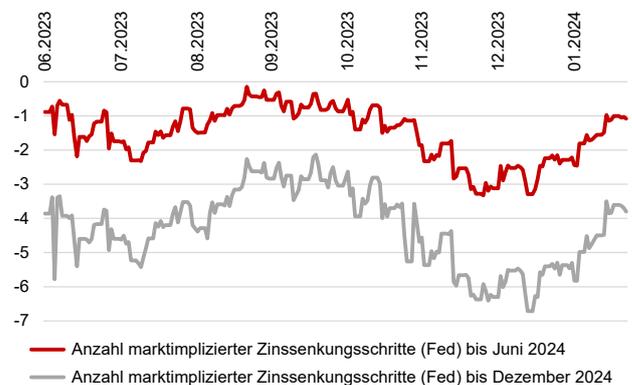
Gold und Kryptoanlagen sind weiterhin Teil der Allokation. Während Gold gerade auch vor dem Hintergrund geopolitischer Verschiebungen einen Diversifikations- und Absicherungscharakter besitzt, dürfte die weiter zunehmende Institutionalisierung wie

auch das anstehende «Halving» des Bitcoins die Preise der Kryptowährungen für die nächsten Monate weiter unterstützen. Der positive Beitrag an die Wertentwicklung der Portfolios ist weiterhin gross bei einem gleichzeitig wieder stärker vorliegenden Diversifikations- und damit Risikominderungseffekt für die Gesamtallokation.

Anleihen

Nachdem mit der veränderten Kommunikation der Fed im Dezember 2023 die damals vorliegende Markterwartung von drei bis vier Zinsschritten für 2024 bestätigt wurde, hat der Markt in der Folge mit aktualisierten Erwartungen von sechs bis sieben Schritten wieder eine Diskrepanz geschaffen.

Marktimplizierte Zinsschritterwartungen



Mit höher als erwartet ausgefallenen Inflationszahlen hat sich diese Abweichung in den vergangenen Tagen zu schliessen begonnen. So werden aktuell bis Juni noch maximal ein Schritt, bis Ende Jahr noch zwischen drei und vier Schritte erwartet.

Mit dieser moderateren Erwartung der Marktteilnehmer ist der Anleihenmarkt leicht unter Druck geraten. Nachdem die Inflation für die USA wie auch für Europa weiter über dem Zielband notiert, ist der Raum für Zinssenkungen weiterhin beschränkt. Die Justierung der Zinserwartung ist vor diesem Hintergrund nur stimmig.

Bezüglich unerwarteter Zinssenkungen vorbehalten bleiben exogene Schocks. Solche könnten Notenbanken zu vorzeitigen, stabilisierenden Zinssenkungen bewegen. Überhaupt ist dieses Risiko für die kommenden Monate nicht vernachlässigbar. Nicht nur werden momentan geopolitische Risiken weitgehend ausgeblendet, auch die verschiedenen anstehenden Wahlen bergen Potenzial für Überraschungen.

Die Risikoaufschläge auf Kreditpapieren sind weiterhin sehr tief und vor dem Hintergrund der bestehenden Risiken als zu tief zu taxieren.

Aktien

Mit den Anpassungen der Zinserwartungen rückt bezüglich der Aktienmarktbeurteilung die Frage des zu erwartenden Wirtschaftswachstums wieder ins Zentrum. Mit erwarteter weniger starken Zinssenkungen kann eine gleichbleibende Bewertung nur über ein höheres Wachstum gerechtfertigt werden – andernfalls resultiert eine Bewertungsausweitung.

Betrachtet man die aktuellen Bewertungsniveaus im historischen Kontext, so kann der Schweizer Aktienmarkt als fair, der europäische Markt als tendenziell günstig und der US-Markt als leicht überteuert betrachtet werden. Diese Situation ist aligniert mit den vorherrschenden Wachstumserwartungen. Am Beispiel der USA lässt sich exemplarisch zeigen, dass ein weiterer Anstieg vornehmlich über eine Ausweitung der Bewertung erfolgen müsste, da es – wie auch schon ausgeführt – für eine erfolgreiche und nachhaltige Inflationsbekämpfung von zentraler Bedeutung ist, dass das Wirtschaftswachstum unter das potenzielle Wachstum zu liegen kommt, dies wäre jedoch wiederum im Widerspruch zum aktuellen Bewertungsniveau.

Entsprechend bleiben wir für den Moment in den Aktienanlagen unter dem strategischen Zielgewicht. Eine Wette auf eine Bewertungsausweitung rechtfertigt nicht das Eingehen von zusätzlichen Risiken – umso weniger vor dem Hintergrund der erwähnten geopolitischen Risiken.

Alternative Anlagen

Die alternativen Anlagen Gold und Kryptos haben auch in den letzten Wochen an Wert zugelegt, ohne dabei ihr Diversifikationspotenzial zu verlieren. Aufgrund der vorherrschenden globalen Spannungen dürfte Gold trotz höherer Realzinsen weiter zur Stabilisierung des Portfolios beitragen.

Redaktion Investment Center

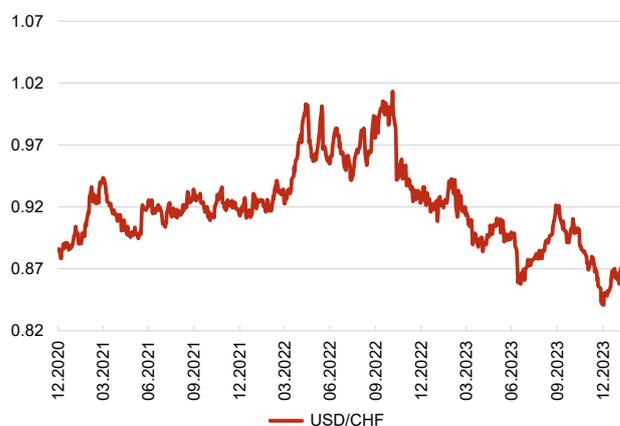
Christoph Boner, CIO (BOC), +41 44 205 12 16, bonerchristoph@pbihag.ch
 Patrick Frei, CFA (FRP), +41 44 205 13 32, freipatrick@pbihag.ch

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 Anlageentscheidungen 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.

Währungen

Mit der veränderten Inflationssituation – die Inflation liegt in der Schweiz wieder innerhalb eines sinnvollen Zielbandes, während die USA wie auch Europa weiter mit überhöhten Preissteigerungsraten zu kämpfen haben – haben sich die Erwartungsräume bezüglich Zinssenkungspotenzial verschoben. Die offensichtlich bei der SNB nunmehr vorliegende Möglichkeit von Zinssenkungen, mit im Gegenzug der Realisierung von doch weniger Handlungsspielraum für die Fed wie auch für die EZB, haben dem Dollar wie auch dem EUR in den vergangenen Wochen Zugewinne gegenüber dem CHF beschert.

Währungsentwicklung: CHF in USD



Auch unter Berücksichtigung der vorliegenden Zinsdifferenzen – eines relativ «teuren» Absicherungsgeschäftes von gegen 4% pro Jahr – reduzieren wir den USD-Anteil in den Portfolios über eine Währungsabsicherung und realisieren so einen Teil der Aufwertungsgewinne.

Anhang

Wirtschafts- und Marktentwicklung

Wirtschafts- und Marktentwicklung

BIP-Entwicklung (E: Konsens)

	2023	2024E
USA	2.5%	1.6%
EU	0.5%	0.9%
Schweiz	1.2%	0.8%

Inflation (E: Konsens)

	2023	2024E
USA	4.1%	2.7%
EU	5.4%	2.3%
Schweiz	2.1%	1.5%

Zentralbanken Leitzinsen

	21.02.2024	Markterwartung
USD FED	5.50%	5.50%
EUR EZB	4.00%	4.00%
CHF SNB	1.75%	

Staatsanleihen (10 Jahre)

	21.02.2024	Prognose
USA	4.32%	4.15% – 4.45%
Deutschland	2.45%	2.25% – 2.55%
Schweiz	0.89%	0.80 – 1.00%

Währungen

	21.02.2024	Prognose
EUR/CHF	0.952	0.93 – 0.97
USD/CHF	0.880	0.85 – 0.89
EUR/USD	1.082	1.06 – 1.10

Rohstoffe und Alternative

	21.02.2024	Prognose
Gold (USD/Unze)	2'026	1'975 – 2'050
Ölpreis (USD/Brent)	83.0	75 – 85
Bitcoin USD	51'389	45'000 – 55'000

Aktienmärkte

	P/E ø 5J.	P/E 2024E	Div. Rendite	Prognose
Welt	19.1x	18.4x	1.9%	leicht tiefer
USA	20.9x	18.4x	1.4%	leicht tiefer
Europa	15.8x	12.6x	3.2%	leicht tiefer
Schweiz	19.8x	18.9x	3.0%	leicht tiefer
Schwellenländer	13.8x	12.1x	2.6%	leicht tiefer

Marktentwicklung in Lokalwährung

Aktienmärkte

	QTD	YTD
Welt	3.4%	3.4%
USA	4.7%	4.7%
Europa	2.7%	2.7%
Schweiz	2.4%	2.4%
Schwellenländer	-0.2%	-0.2%

Staatsanleihen Rendite (10 Jahre)

	21.02.2024	29.12.2023
USA	4.32%	3.88%
EU	2.45%	2.02%
Schweiz	0.89%	0.70%

Rohstoffe und Alternative

	QTD	YTD
Gold (USD/Unze)	-1.8%	-1.8%
Ölpreis (USD/Brent)	9.4%	9.4%
Bitcoin USD	22.5%	22.5%

Währungen

	QTD	YTD
EUR/CHF	2.5%	2.5%
USD/CHF	4.5%	4.5%
EUR/USD	-2.0%	-2.0%

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