

Monthly CIO Letter

25. März 2024

Trotz wiederholt leicht enttäuschend ausfallenden Inflationszahlen und teilweiser Justierung der Zinserwartungen bleiben die Finanzmärkte weiter optimistisch. Auch wenn diese Entwicklung durchaus anhalten kann – die aktuelle Entspannung an den Märkten steht im Widerspruch zur aktuellen allgemeinen Lage. Wir bleiben bei Aktien untergewichtet und realisieren Gewinne auf den Kryptoanlagen.



Christoph Boner
Chief Investment Officer

Highlights

- Die Inflationszahlen haben für Februar erneut mit leicht höher als erwarteten Werten enttäuscht. Ein Teil der Zinssenkungshoffnungen hat sich in der Folge verflüchtigt.
- Dies scheint die Aktienmärkte nicht zu beeindrucken. Revidierte Wachstumserwartungen stützen die Kurse, auch wenn die Bewertung mittlerweile gegen teuer zu tendieren beginnt.
- Die weiter bestehenden geopolitische Risiken werden aktuell weitgehend ausgeblendet.

Asset Allocation

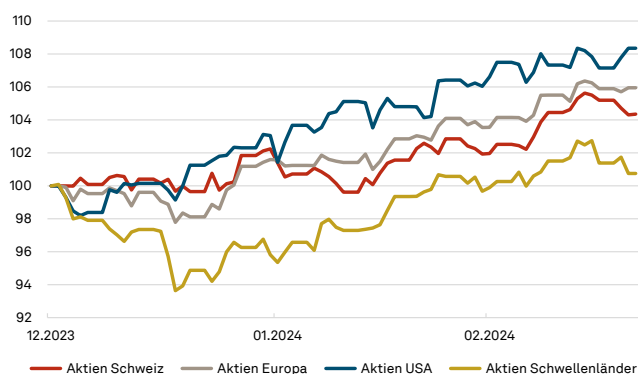
Anlageklassen	Veränderung	--	-	=	+	++
Liquidität	➔					●
Anleihen	➔		●			
Referenzwährung	➔		●			
Welt / Themen	➔		●			
Emerging Markets	➔			●		
Wandelanleihen	➔				●	
High Yield	➔	●				
Aktien	➔		●			
Schweiz	➔				●	
Europa	➔				●	
USA	➔		●			
Pazifik	➔			●		
Emerging Markets	➔			●		
Themen	➔	●				
Alternative Anlagen						
Gold	➔			●		
Krypto	➔				●	
Weitere	➔	●				
Währungen						
CHF	➔			●		
EUR	➔				●	
USD	➔					●

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

Asset Allocation

Die globalen Aktienmärkte tendieren auch im März weiter nach oben. Verschiedene Märkte markieren dabei neue Höchststände. Mit einem Wertzuwachs dieses Jahr von gut 5% (per Mitte März) fällt der Schweizer Aktienmarkt allerdings etwas ab. Die Aktien der Schwellenländer entwickelten sich aufgrund der Situation in China noch etwas schwächer.

Aktienmärkte im 2024



Die positive Entwicklung der letzten Monate ist vor allem getragen von einer in weiten Teilen weiterhin robusten Konjunktorentwicklung, der Hoffnung auf Zinssenkungen wie auch den Erwartungen an ein stärkeres Wirtschaftswachstum in Form von Produktivitätsanstiegen – nicht zuletzt basierend auf den letzten Entwicklungen im Bereich der künstlichen Intelligenz.

Tatsächlich wurde das Potenzialwachstum für die US-Wirtschaft in den letzten Monaten nach oben korrigiert und liegt nunmehr mit geschätzten 2.5% bis 3% deutlich über der Schätzung des Fed mit 1.8% – dies dank eines höher als bis anhin erwarteten Wachstums im Arbeitsmarkt wie auch höher als erwartet ausfallender Produktivitätssteigerungen. Sollte sich diese Verschiebung des Wachstumspotenzials bewahrheiten, so nimmt dies Druck von der Notenbank, über höherer Zinsen die Wirtschaft weiter einbremsen zu müssen, um die nach wie vor überhöhte Inflation in den Griff zu bekommen. Mit einem aktuellen Wachstum nahe diesem erwähnten höheren Potenzial besteht allerdings auch nicht viel Raum für Zinssenkungen und die entsprechenden Fantasien haben sich nach den letzten Indikationen zur Inflationsentwicklung auch tatsächlich zurückzubilden begonnen.

Mit der Justierung der Zinserwartungen zeigen die Anleihenmärkte eine tendenziell leicht negative Wertentwicklung aufgrund der Zinskomponente, während die sich weiter einengenden Risikoaufschläge teilweise überkompensieren. Letztere notieren für gewisse Kreditsegmente im Bereich der langjährigen

Tiefststände, womit Bonitätsrisiken zunehmend ausgeblendet werden.

Die Anleihenquote für ein ausgewogenes Risikoprofil belassen wir bei 38%. Die hohe Kreditqualität der Portfolios bleibt bestehen; Anlagen in tiefer Kreditqualität erachten wir vor dem Hintergrund der geringen Kreditrisikoaufschläge als nicht sonderlich attraktiv.

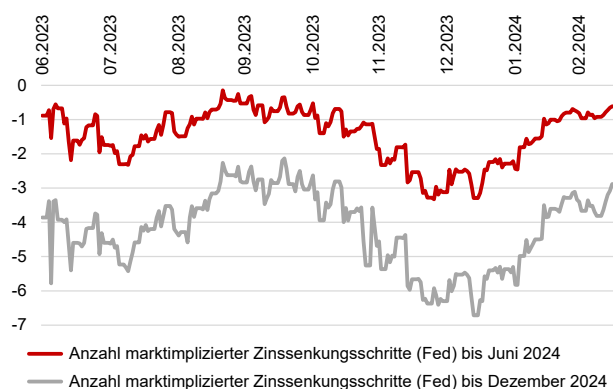
Die Aktienquote für das Risikoprofil «Ausgewogen» belassen wir unter der strategischen Quote bei aktuell 42%. Das Untergewicht halten wir dabei über verschiedene Regionen der entwickelten Welt; Aktien der aufstrebenden Welt werden aufgrund der attraktiven Bewertung auf neutralem Niveau gewichtet. Das relative Übergewicht in den chinesischen Aktien belassen wir nach den letzten Entwicklungen bei.

Mit Gold und Kryptoanlagen haben zwei Bestandteile der Portfolios dieser Tage neue Preis-Allzeithochs erreicht. Wir belassen die Gold-Position mit einem Gewicht von 3% unverändert als Diversifikation im Portfolio. Auf den Kryptoanlagen realisieren wir über Verkäufe einen Teil der Gewinne und reduzieren die Position auf 1%.

Anleihen

Während noch zu Beginn des Jahres bis zu sechs Zinssenkungsschritten für 2024 prognostiziert wurden, hat sich diese Erwartung nach den letzten Inflationszahlen weiter moderiert auf nunmehr weniger als drei Schritte, wobei die Erwartung bis Mitte Jahr nicht mal mehr einen ganzen Schritt umfasst.

Marktimplizierte Zinsschritterwartungen



Auch mit einem höher als vom Fed erwarteten Potenzialwachstum für die US-Wirtschaft bleibt der Raum für Zinssenkungen aufgrund des weiter engen Arbeitsmarktes und des potenziell daraus resultierenden Inflationsdrucks beschränkt. Ebenfalls ist die Erwartung nicht allzu abwegig, dass die Notenbanken, bevor sie erste Zinssenkungsschritte vornehmen, bezüglich der Inflationsentwicklung auf der

sicheren Seite sein wollen – und gegebenenfalls eher zu lange zuwarten als zu früh agieren.

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.

Die Risikoaufschläge auf Kreditpapieren notieren erneut tiefer und blenden das Risiko höhere Zinsen auf längere Frist aktuell aus. Eine vorsichtige Positionierung ist somit nicht nur bezüglich der Duration im Portfolio angezeigt.

Aktien

Das allenfalls andauernde solide Wirtschaftswachstum wird weiterhin einen positiven Effekt auf die Gewinnentwicklung der Unternehmen haben. Gleichzeitig wird allerdings auch der Druck im Arbeitsmarkt anhalten und sofern dieser nicht über ein ausreichendes Produktivitätswachstum aufgefangen werden kann, dürfte der Druck auf die Inflation und somit auf länger laufende Zinsen auf die Bewertung der Aktien drücken. Steigende Zinsen führen historisch zu einer stärkeren Kompression der Bewertungsgrössen wie beispielsweise dem Kurs-Gewinn-Verhältnis als dies die Veränderung der Gewinne vermag.

Dieses Risiko ist in den letzten Wochen mit der andauernden Bewertungsausdehnung noch gestiegen. So notieren der US wie auch der Schweizer Aktienmarkt über ihrem historischen Bewertungsniveau. Selbstredend kann auch vom aktuellen Bewertungsniveau eine weitere Ausdehnung erfolgen – darauf setzen würden wir wie im letzten CIO Letter ausgeführt aktuell jedoch nicht.

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.

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.

Alternative Anlagen

Mit den Anlagen in Gold und Bitcoin haben die alternativen Beimischungen im Portfolio beide dieser Tage neue Höchststände markiert – und dies, obwohl die Revision der Zinserwartungen beiden Anlagen kaum Rückenwind verschafft.

Wertentwicklung: Gold und Bitcoin



Während der Bitcoin über die lancierten neuen ETFs eine starke Nachfrage von Seiten verschiedener Investoren erfuhr, wurde Gold weiterhin vor allem auch von Zentralbanken – im Versuch ihre USD-Anlagen zu diversifizieren – nachgefragt.

Die Goldpositionen bleiben im Portfolio unverändert bestehen; auf den Kryptoanlagen realisieren wir einen Teil der Gewinne, indem die Hälfte der Position verkauft wird.

Währungen

Nach den Währungsgewinnen in den ersten Wochen des Jahres und der teilweisen Absicherungen ebendieser im Februar, belassen wir die Währungsallokation für den Moment unverändert. Mit einem EUR- und einem USD-Anteil von 5% beziehungsweise 7% bleibt das Währungsrisiko überschaubar ohne die Kosten der Absicherung übermässig in die Höhe zu treiben.

Anhang

Wirtschafts- und Marktentwicklung

BIP-Entwicklung (E: Konsens)

	2023	2024E
USA	2.5%	2.1%
EU	0.5%	0.9%
Schweiz	0.7%	1.2%

Zentralbanken Leitzinsen

	21.03.2024	Markterwartung
USD FED	5.50%	5.50%
EUR EZB	4.00%	4.00%
CHF SNB	1.75%	

Währungen

	21.03.2024	Prognose
EUR/CHF	0.975	0.95 – 0.99
USD/CHF	0.898	0.87 – 0.92
EUR/USD	1.086	1.07 – 1.10

Aktienmärkte

	P/E ø 5J.	P/E 2024E
Welt	19.1x	17.3x
USA	20.9x	19.2x
Europa	15.8x	12.0x
Schweiz	19.8x	17.1x
Schwellenländer	13.8x	10.7x

Marktentwicklung in Lokalwährung

Aktienmärkte

	QTD	YTD
Welt	8.8%	8.8%
USA	10.3%	10.3%
Europa	7.1%	7.1%
Schweiz	5.5%	5.5%
Schwellenländer	2.8%	2.8%

Rohstoffe und Alternative

	QTD	YTD
Gold (USD/Unze)	5.7%	5.7%
Ölpreis (USD/Brent)	15.7%	15.7%
Bitcoin USD	56.1%	56.1%

Inflation (E: Konsens)

	2023	2024E
USA	4.1%	2.8%
EU	5.4%	2.4%
Schweiz	2.1%	1.5%

Staatsanleihen (10 Jahre)

	21.03.2024	Prognose
USA	4.27%	4.15% – 4.40%
Deutschland	2.41%	2.25% – 2.55%
Schweiz	0.70%	0.60 – 0.85%

Rohstoffe und Alternative

	21.03.2024	Prognose
Gold (USD/Unze)	2'181	2'125 – 2'250
Ölpreis (USD/Brent)	85.8	80 – 90
Bitcoin USD	65'467	55'000 – 75'000

Div. Rendite

	Prognose
	leicht tiefer
	leicht tiefer
	leicht tiefer
	leicht tiefer
	leicht tiefer

Staatsanleihen Rendite (10 Jahre)

	21.03.2024	29.12.2023
USA	4.27%	3.88%
EU	2.41%	2.02%
Schweiz	0.70%	0.70%

Währungen

	QTD	YTD
EUR/CHF	4.9%	4.9%
USD/CHF	6.7%	6.7%
EUR/USD	-1.6%	-1.6%

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