

Monthly CIO Letter

22. April 2024

Mit anhaltend hartnäckigen Inflationszahlen haben sich die überzogenen Zinssenkungsfantasien endgültig normalisiert. Die Reaktion der Aktienmärkte ist per dato moderat ausgefallen. Berücksichtigt man die vorliegende Bewertungsausdehnung und die bestehenden geopolitischen Risiken, so bleibt eine vorsichtige Positionierung Pflicht. Die Aktien bleiben untergewichtet; Kryptoanlagen und Gold helfen bei der Stabilisierung der Erträge.



Christoph Boner
Chief Investment Officer

Highlights

- Während zu Beginn des Jahres noch sechs Zinsschritte für die USA erwartet wurden, erscheinen aktuell nicht mal mehr zwei Schritte realistisch.
- Mit der veränderten Zinserwartung – länger höhere Zinsen – entsteht ein Druck auf sämtliche Anlagepreise. Die Aktienmärkte reflektieren dies bis anhin nur teilweise.
- Die geopolitischen Risiken sind weiter virulent und mahnen ebenfalls zu einer vorsichtigeren Positionierung.

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

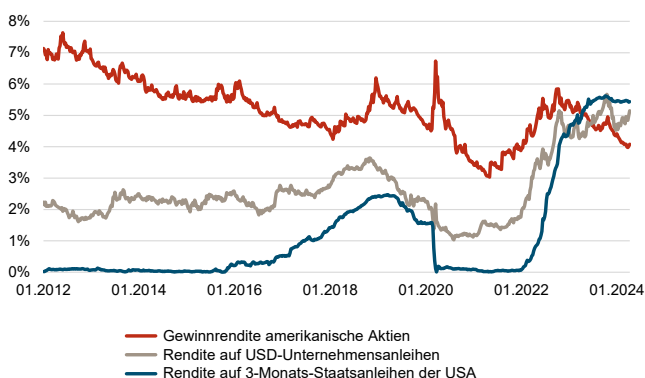
Asset Allocation

Nach einem für Anlegerinnen und Anleger äusserst ansprechenden ersten Quartal scheinen die Aktienmärkte pünktlich zum Monatswechsel einen (vorläufigen) Richtungswechsel vollzogen zu haben. Während die positive Marktentwicklung der letzten Monate vor allem von Zinssenkungsfantasien – und später dann auch von einer Wachstumserholung – getragen wurde, haben erstaunlich hartnäckige Inflationswerte für die USA den Raum für baldige Zinssenkungen einzuengen begonnen.

Während weiter abnehmende Basiseffekte und aktuell an breiter Front steigende Rohwarenpreise den Druck auf die Inflation hoch halten, ist auch am Arbeitsmarkt nur eine sehr punktuelle Entspannung zu beobachten; das Risiko von Zweitrundeneffekten bleibt bestehen. Wie im letzten CIO Letter ausgeführt, ist auch das Narrativ eines höheren Potenzialwachstums dank (erwarteter) Produktivitätsfortschritte und eines (nachweislich) wachsenden Arbeitsmarktes – und damit eines dadurch strukturell nachlassenden Inflationsdruckes – genau dies: eine strukturelle Verschiebung, die nicht unmittelbar ihre Wirkung entfaltet.

Mit den deutlich moderateren Zinserwartungen zeigen auch die Anleihenmärkte in den letzten Wochen eine negative Wertentwicklung. Einzig die auf CHF lautenden Anleihen notieren dank der zwischenzeitlichen Zinssenkung durch die SNB leicht positiv. Die Kreditaufschläge verharren weiter auf tiefen Niveaus und entschädigen damit (in Teilen) die Ausfallrisiken nur ungenügend.

Renditevergleich: Aktien und Anleihen



Die Anleihenquote für ein ausgewogenes Risikoprofil belassen wir bei 38%. Die hohe Kreditqualität der Portfolios bleibt bestehen; Anlagen in tiefer Kreditqualität erachten wir als nicht sonderlich attraktiv. Von der in den letzten Monaten weitergehenden Normalisierung der US-Zinskurve – die länger laufenden Sätze steigen stärker als das kurze Ende der Kurve – profitieren wir über ein entsprechendes Anlagevehikel.

Die Aktienquote für das Risikoprofil «Ausgewogen» belassen wir unter der strategischen Quote bei aktuell 42%. Zwischen den Regionen senken wir die Allokation auf Schweizer Aktien zugunsten von Anlagen in den USA. Dies reflektiert die per Jahresanfang vorgenommenen strategischen Anpassungen, die eine Erhöhung des (währungsgesicherten) US-Aktienmarktes vorgeben. Aktien der aufstrebenden Welt werden aufgrund der attraktiven Bewertung auf neutralem Niveau gewichtet. Das relative Übergewicht in den chinesischen Aktien behalten wir weiter bei.

Die diversifizierenden Anlagen in Gold und Kryptowährungen führen wir unverändert weiter. Gründe für die prima vista überraschende Goldpreisentwicklung und das Argumentarium für die Portfoliobeimischung haben wir in den letzten beiden [Blogs](#) ausgeführt.

Anleihen

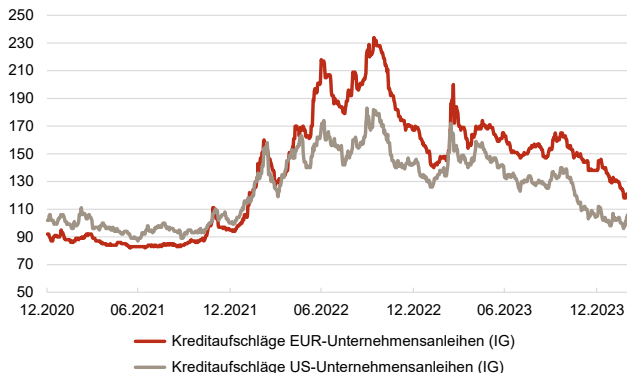
Das anhaltend hohe Wachstum der US-Wirtschaft lässt, wenn auch vor allem defizitgetrieben, den Inflationsdruck nicht abklingen – die Wirtschaft verharrt weiter in der Situation einer «Nichtlandung». Das Risiko einer weiterhin zu hohen Inflation schränkt den Handlungsspielraum der US-Notenbank Fed ein – was in den letzten Aussagen des Fed-Vorsitzenden auch entsprechend konzidiert wurde. Aktuell werden für das laufende Jahr weniger als zwei Zinsschritte zu je 25 Basispunkten erwartet. Im Zuge dieser veränderten Erwartungen sind die US-Zinsen angestiegen und der Referenzsatz für zehnjährige Staatsanleihen ist über 4.6% geklettert.

Aufgrund der deutlich schwächeren wirtschaftlichen Entwicklung in Europa dürften mittlerweile für 2024 mehr Zinssenkungen der europäischen Zentralbank zu erwarten sein. Dank einer strukturell starken Währung und damit einhergehend tieferen Inflationszahlen konnte die Schweizerische Nationalbank SNB mit einem ersten Zinsschritt vorangehen.

Trotz dieser unterschiedlichen Entwicklung bleibt aufgrund der flachen bis invertierten Zinskurven eine grundsätzlich vorsichtige Positionierung bezüglich der Duration angezeigt. Die durchschnittliche Duration in den Portfolios liegt bei aktuell etwas über 3 Jahren.

Bezüglich unerwarteter Zinssenkungen vorbehalten bleiben exogene Schocks, die beispielsweise durch negative geopolitische Vorkommnisse ausgelöst werden könnten. Solche Ereignisse würden unter Umständen Notenbanken zu vorzeitigen, stabilisierenden Zinssenkungen zwingen.

Kreditaufschläge auf Unternehmensanleihen (IG)



Die Risikoaufschläge auf Kreditpapieren notieren erneut tiefer. Trotz einer schwächelnden Wirtschaft und entsprechend höheren Ausfallrisiken beträgt der Risikoaufschlag für europäische Anleihepapiere guter Qualität (Investment Grade, IG) gerade mal 115 Punkte – weniger als 1.2%. US-Papiere werfen gar weniger als 1% (aktuell 99 Punkte) über dem risikofreien Satz der US-Staatsanleihen ab. Vor dem Hintergrund der teils hohen Verschuldung, der nun doch länger auf dem aktuellen Niveau verharrenden Zinsen und des siebten Quartals in Folge mit steigenden Konkurszahlen liegt diese Entschädigung für das Eingehen der Ausfallrisiken aktuell zu tief. Die vorsichtige Kreditpositionierung bleibt bestehen.

Aktien

Die weiter ansprechenden Wachstumszahlen stellen für Aktien ein grundsätzlich gutes Umfeld dar; zuletzt hat auch der Internationale Währungsfonds IWF die Wachstumsprognosen für die globale Wirtschaft um 0.1 Prozentpunkte auf neu 3.2% für 2024 nach oben revidiert. Der dadurch länger als noch vor einigen Monaten erwartet anhaltende Inflationsdruck führte in den vergangenen Wochen zur erwähnten Revision der Zinserwartungen. Fallen die Zinsen weniger als erwartet, so hat dies einen direkten negativen Effekt auf sämtliche Anlagenpreise.

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.

Vor diesem Hintergrund sind die Rücksetzer der letzten Tage in den Aktienmärkten nachvollziehbar, in ihrem Ausmass aber zu gering – entweder waren die Aktienmärkte zu Beginn des Jahres zu günstig bewertet und/oder aktuell sind sie zu hoch bewertet. Tatsächlich basiert ein Teil der positiven Entwicklung der Aktienmärkte im ersten Quartal 2024 auf einer Bewertungsausdehnung – auch ein Abbild einer nachlassenden Risikoaversion der Anlegergemeinde.

Aufgrund dieser gleichgerichteten Risiken in Gestalt einer Bewertungskorrektur bleiben wir für den Moment in den Aktienanlagen unter dem strategischen Zielgewicht. Innerhalb der Aktienquote schichten wir einen Teil der Schweizer Aktien in US-Aktien um – dies im Nachvollzug strategischer Anpassungen zu Beginn des Jahres.

Alternative Anlagen

Trotz dem anhaltend erhöhten Zinsniveau zeigen Gold wie auch ausgewählte Kryptoanlagen eine weiter ansprechende Wertentwicklung – und notierten zeitweise auf neuen Höchstständen. Beide Positionen bleiben unverändert im Portfolio bestehen und dürften bei Marktverwerfungen stabilisierend wirken.

Währungen

Mit der Erhöhung der US-Aktienanlagen zulasten der Schweizer Papiere wird der USD-Anteil in den gemischten Risikoprofilen um knapp 2 Prozentpunkte erhöht. Neu beträgt damit der USD-Anteil 9%, während der EUR-Anteil unverändert bei 5% liegt. Das frühere Einschwenken der SNB auf einen Pfad sinkender Zinsen verteuert zum einen die Währungssicherung und steht zum anderen einer nachhaltigen Aufwertung des CHF im Wege.

Anhang

Wirtschafts- und Marktentwicklung

BIP-Entwicklung (E: Konsens)

	2023	2024E
USA	2.5%	2.4%
EU	0.5%	0.9%
Schweiz	0.7%	1.2%

Zentralbanken Leitzinsen

	17.04.2024	Markterwartung
USD FED	5.50%	5.50%
EUR EZB	4.00%	3.75%
CHF SNB	1.50%	

Währungen

	17.04.2024	Prognose
EUR/CHF	0.972	0.95 – 0.99
USD/CHF	0.911	0.89 – 0.93
EUR/USD	1.067	1.05 – 1.09

Aktienmärkte

	P/E ø 5J.	P/E 2024E
Welt	19.2x	16.5x
USA	21.0x	18.1x
Europa	15.8x	12.8x
Schweiz	19.9x	16.4x
Schwellenländer	13.8x	10.6x

Marktentwicklung in Lokalwährung

Aktienmärkte

	QTD	YTD
Welt	-4.5%	4.1%
USA	-4.4%	5.7%
Europa	-2.5%	5.1%
Schweiz	-3.5%	2.2%
Schwellenländer	-2.9%	-0.5%

Rohstoffe und Alternative

	QTD	YTD
Gold (USD/Unze)	5.9%	14.4%
Ölpreis (USD/Brent)	0.3%	18.5%
Bitcoin USD	-14.1%	45.1%

Inflation (E: Konsens)

	2023	2024E
USA	4.1%	3.0%
EU	5.4%	2.3%
Schweiz	2.1%	1.3%

Staatsanleihen (10 Jahre)

	17.04.2024	Prognose
USA	4.59%	4.15% – 4.40%
Deutschland	2.47%	2.25% – 2.55%
Schweiz	0.78%	0.60 – 0.85%

Rohstoffe und Alternative

	17.04.2024	Prognose
Gold (USD/Unze)	2'361	2'180 – 2'450
Ölpreis (USD/Brent)	87.3	80 – 90
Bitcoin USD	60'855	55'000 – 75'000

Div. Rendite

	Prognose
	leicht tiefer
	leicht tiefer
	leicht tiefer
	leicht tiefer
	leicht tiefer

Staatsanleihen Rendite (10 Jahre)

	17.04.2024	29.12.2023
USA	4.59%	3.88%
EU	2.47%	2.02%
Schweiz	0.78%	0.70%

Währungen

	QTD	YTD
EUR/CHF	-0.1%	4.6%
USD/CHF	1.0%	8.2%
EUR/USD	-1.1%	-3.3%

Daten per 17. April 2024, QTD: Performance seit Quartalsbeginn, YTD: Performance seit Jahresbeginn