

Monthly CIO Letter

27. Mai 2024

Um die Inflation in den Griff zu bekommen, muss es einer Notenbank gelingen, das Wirtschaftswachstum unter das Potenzial zu drücken. Ob alternativ eine Erhöhung des Potenzialwachstums über einen Produktivitätsanstieg in hinreichendem Masse erreicht werden kann, bleibt zu bezweifeln und der aktuell herrschende diesbezügliche Optimismus ist wohl überzogen. Die Aktienquote bleibt untergewichtet, der USD-Anteil wird gesenkt.



Christoph Boner
Chief Investment Officer

Highlights

- Die Zinserwartungen haben sich in den letzten Monaten deutlich verändert. Angesichts eines imminenten Zinssenkungsschritts durch die EZB erhöhen wir die Duration bei EUR-Anleihen
- Die Preise für risikobehaftete Anlagen haben diese Veränderung der Diskontierungsfaktoren bis anhin kaum widerspiegelt.
- Kompensierend wirken höhere Wachstumserwartungen – die naturgemäss ein Enttäuschungspotenzial bergen.

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

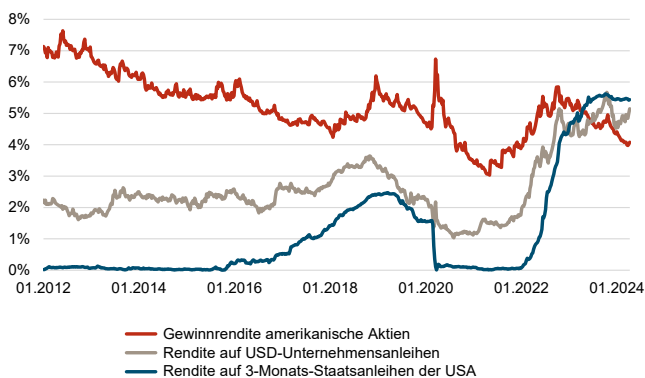
Asset Allocation

Die im April erfolgten Rücksetzer an den Aktien- wie auch an den Anleihenmärkten waren nur von kurzer Dauer. Während die geopolitischen Spannungen die Anlegerinnen und Anleger kaum beunruhigten, haben offensichtlich auch die fundamental negativ auf die Anlagepreise wirkenden revidierten Zinserwartungen keinen anhaltenden Druck geschaffen.

Obwohl der Markt noch im Januar 2024 für die US Fed bis zu sieben Zinssenkungsschritte im laufenden Jahr erwartete, wird aktuell teilweise gar diskutiert, ob nicht noch Zinsanhebungen für die USA auf dem Plan stehen könnten. Mit dieser Revision der Zinserwartungen – höhere Zinsen für eine längere Zeit – sollten nach Lehrbuch tiefere Preise für Anlagen einhergehen. Die zukünftigen Erträge der Anlagen sind aufgrund dieser höher erwarteten Zinsen unmittelbar weniger wert – Rücksetzer an den Anlagemärkten sind die Folge.

Diese Rücksetzer waren allerdings nur von kurzer Dauer. Verschiedene Aktienmärkte notierten in den vergangenen Tagen gar auf neuen Höchstständen; in der historischen Einmütigkeit zeigen verschiedene Segmente eine Tendenz zur Überbewertung. Eine solche lässt sich über ein hinreichend höheres Wachstum rechtfertigen – dieses muss allerdings vor dem Hintergrund der gleichzeitig gestiegenen Zinsen nochmals höher ausfallen. Das negative Überraschungspotenzial aufseiten des Wachstums ist damit klar gestiegen. Risikopapiere wie Aktien und höher verzinsten Anleihen haben damit weiter an Attraktivität gegenüber hochwertigen Anleihen verloren.

Renditevergleich: Aktien und Anleihen



Im EUR-Anleihenteil erhöhen wir die mittlere Duration um 1.5 Jahre auf neu 4.4 Jahre. Die Anleihenquote für ein ausgewogenes Risikoprofil belassen wir bei 38%. Die hohe Kreditqualität der Portfolios bleibt ebenfalls bestehen; Anlagen in tiefer Kreditqualität erachten wir als nicht sonderlich attraktiv. Ebenfalls sind wir weiter für eine Normalisierung der US-Zinskurve positioniert.

Die Aktienquote für das Risikoprofil «Ausgewogen» belassen wir unter der strategischen Quote bei aktuell 42%. Aktien der aufstrebenden Welt werden aufgrund der attraktiven Bewertung auf neutralem Niveau gewichtet. Das relative Übergewicht in chinesischen Aktien behalten wir nach den positiven Marktentwicklungen der letzten Wochen ebenfalls weiter bei.

Die diversifizierenden Anlagen in Gold und Kryptowährungen führen wir unverändert weiter, wobei wir in beiden Anlagen zuletzt von neuen Höchstständen profitierten.

Anleihen

Mit einer anhaltend überhöhten Inflation und einer über Potenzial wachsenden Wirtschaft in den USA besteht aktuell nur ein sehr beschränkter Raum für Zinssenkungen durch die amerikanische Fed. Maximal zwei Zinsschritte für die USA gelten mittlerweile als ausgemacht, nachdem teilweise gar über die Möglichkeit von Zinsanhebungen sinniert wurde. Ursache dafür ist der Umstand, dass sich mit den aktuellen Deglobalisierungstendenzen – die zunehmende Erhebung von Einfuhrzöllen sind dabei nur die sichtbarste Indikation – sowie der vorherrschenden (teilweise demografisch bedingten) Ressourcenknappheit auf den Arbeitsmärkten der entwickelten Welt ein nachhaltig inflationäres Klima zu entwickeln beginnt.

Die Erwartung bald tieferer Zinsen kann als durchaus optimistisch betrachtet werden. Bezüglich unerwarteter Zinssenkungen vorbehalten bleiben exogene Schocks, die beispielsweise durch negative geopolitische Vorkommnisse ausgelöst werden könnten.

Anderes sieht das Bild in Europa aus: Weil das aktuelle Wirtschaftswachstum in vielen Ländern der europäischen Währungsunion bereits unter dem Potenzial liegt, besteht für die EZB mehr Raum für Zinssenkungen. Ein erster Schritt noch vor den Sommerferien scheint ausgemacht.

Aufgrund dieser divergierenden makroökonomischen Situation mit den entsprechenden Implikationen für die künftige Geldpolitik erhöhen wir die Duration in den EUR-Anleihen auf neu 4.4 Jahre – 1.5 Jahre länger als bis anhin. Die aufgrund der Kurvenstruktur resultierende leicht tiefere Laufrendite wird unseres Erachtens durch die höhere Zinssensitivität bei Zinssenkungen überkompensiert. In CHF und USD bleiben wir weiterhin 1.5 Jahre unter der Marktduration, da auch für die Schweiz keine unmittelbaren Zinssenkungen zu erwarten sind.

Die weiterhin sehr tiefen Risikoaufschläge auf Unternehmensanleihen lassen uns an einer

entsprechenden Untergewichtung festhalten. Für eine Erhöhung des Engagements in diesem Segment sind zur Kompensation der eingegangenen Kreditrisiken unseres Erachtens deutlich höhere Kreditaufschläge notwendig.

Aktien

Gemäss Lehrbuch sollte die Revision der Zinserwartung zu nachhaltig tieferen Aktienpreisen führen, wobei gerade bei Wachstumstiteln – den weiter in der Zukunft liegenden Erträgen geschuldet – eine deutlich stärkere Korrektur die Folge wäre. Vor dem Hintergrund der deutlich revidierten Zinserwartungen sind die zeitweiligen Rücksetzer der letzten Wochen kaum erwähnenswert. Mehr noch: Verschiedene Aktienmärkte notieren aktuell auf neuen Höchstständen. Die damit einhergehende Bewertungsausdehnung – die Gewinne der Unternehmen haben im Durchschnitt die Erwartungen erfüllt und nicht übertroffen – verlangt entsprechend ceteris paribus nach mehr Wachstum.

Wie ausgeführt, ist vor dem Hintergrund des anhaltenden Inflationsdrucks ein höheres Wachstum nicht zu erwarten – zur Mitigation des Inflationsdrucks bleibt der Weg über eine Erhöhung des Potenzialwachstums, was entweder über ein grösseres Arbeitskräfteangebot oder eine höhere Produktivität erreicht werden kann. Während die Finanzmärkte aktuell vor allem über eine höhere Produktivität eine Erhöhung des Wachstumspotenzials – und damit mehr Wachstum auch über nunmehr einen grösseren Spielraum bei Zinssenkungen – erwarten, bleibt festzuhalten, dass es sich dabei um strukturelle Entwicklungen handelt. Nicht nur ist der Weg dahin meist weiter als erhofft, sondern auch das zwischenzeitliche Rückschlagspotenzial ist nicht unerheblich.

Aufgrund der aktuell vorliegenden sportlichen Bewertung der Aktienmärkte und der optimistischen Erwartungen bezüglich des zu erwartenden Wachstums fühlen wir uns weiter wohl mit einer leichten Aktienuntergewichtung.

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

Trotz des anhaltend erhöhten Zinsniveaus 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

In Erwartung der Korrektur der Zinserwartungen haben wir unsere USD-Positionen in den Portfolios in den ersten Monaten des Jahres weitgehend ungesichert gehalten. Die mit der Aufwertung des USD von 8% gegenüber dem CHF und knapp 2% gegenüber dem EUR entstandenen Währungsgewinne sichern wir fortan ab und wir erhöhen die Absicherungsquote für USD. Neu halten wir in den CHF-Referenzwährungsportfolios mit Risikoprofil «Ausgewogen» 5% USD und 4% EUR. Die Normalisierung der Zinserwartungen lässt vor allem das Potenzial des USD für eine weitere Aufwertung gegenüber dem CHF schrumpfen, während bezüglich CHF aktuell kein Zinssenkungsbedarf für die SNB zu verorten ist.

Entwicklung USD/CHF



Anhang

Wirtschafts- und Marktentwicklung

BIP-Entwicklung (E: Konsens)

	2023	2024E
USA	2.5%	2.4%
EU	0.5%	1.0%
Schweiz	0.7%	1.2%

Zentralbanken Leitzinsen

	21.05.2024	Markterwartung
USD FED	5.50%	5.50%
EUR EZB	4.00%	3.75%
CHF SNB	1.50%	

Währungen

	21.05.2024	Prognose
EUR/CHF	0.989	0.95 – 0.99
USD/CHF	0.911	0.89 – 0.93
EUR/USD	1.085	1.05 – 1.09

Aktienmärkte

	P/E ø 5J.	P/E 2024E
Welt	19.2x	17.5x
USA	21.1x	19.3x
Europa	15.8x	13.4x
Schweiz	19.9x	17.2x
Schwellenländer	13.8x	11.6x

Marktentwicklung in Lokalwährung

Aktienmärkte

	QTD	YTD
Welt	1.6%	10.8%
USA	1.5%	12.2%
Europa	3.5%	11.6%
Schweiz	3.6%	9.8%
Schwellenländer	5.2%	7.8%

Rohstoffe und Alternative

	QTD	YTD
Gold (USD/Unze)	8.6%	17.4%
Ölpreis (USD/Brent)	-3.0%	14.9%
Bitcoin USD	-1.6%	66.2%

Inflation (E: Konsens)

	2023	2024E
USA	4.1%	3.1%
EU	5.4%	2.4%
Schweiz	2.1%	1.3%

Staatsanleihen (10 Jahre)

	21.05.2024	Prognose
USA	4.41%	4.30% – 4.50%
Deutschland	2.50%	2.35% – 2.60%
Schweiz	0.80%	0.65 – 0.85%

Rohstoffe und Alternative

	21.05.2024	Prognose
Gold (USD/Unze)	2'421	2'300 – 2'500
Ölpreis (USD/Brent)	82.9	80 – 90
Bitcoin USD	69'712	55'000 – 75'000

Div. Rendite

	Prognose
	leicht tiefer
	leicht tiefer
	leicht tiefer
	leicht tiefer
	leicht tiefer

Staatsanleihen Rendite (10 Jahre)

	21.05.2024	29.12.2023
USA	4.41%	3.88%
EU	2.50%	2.02%
Schweiz	0.80%	0.70%

Währungen

	QTD	YTD
EUR/CHF	1.6%	6.4%
USD/CHF	1.1%	8.3%
EUR/USD	0.6%	-1.7%

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