

Monthly CIO Letter

24. Juni 2024

Mit der Korrektur der Zinserwartungen hat sich das Risiko in Richtung Wachstum verschoben. Tatsächlich wird der Markt aktuell vorwiegend durch Wachstumsbereiche getragen; eine breite Abstützung fehlt. Aufgrund der weitgehend unterschätzten geopolitischen Risiken stabilisieren wir unsere Portfolios weiter. Die Aktienquote bleibt untergewichtet, mit japanischen Aktien und Anlagen in Rohwaren wird die Allokation verbreitert.



Christoph Boner
Chief Investment Officer

Highlights

- Nachdem sich die Anleger und Anlegerinnen mit ihren Zinserwartungen den ökonomischen Realitäten gebeugt haben, hat sich der Fokus auf das Wachstum verschoben.
- Vor dem Hintergrund der Wachstumsrisiken – bringt KI ein derart hohes Wachstum? – sind die aktuellen Bewertungsniveaus historisch vergleichsweise hoch.
- Wir bleiben vorsichtig in der Aktienallokation und verbreitern das Portfolio zur Stabilisierung bei sich allenfalls materialisierenden geopolitischen Risiken.

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	↑				•	

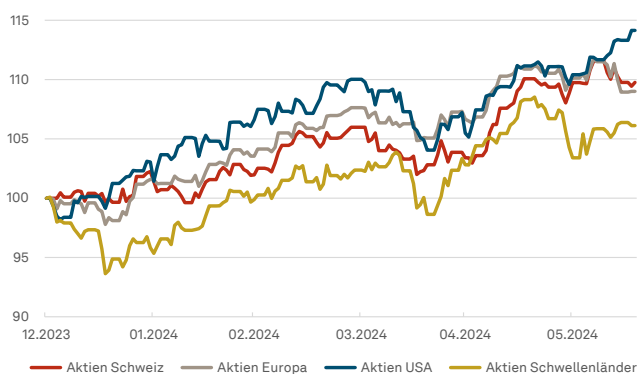
Veränderung: gegenüber Vormonat, **Positionierung:** -- stark untergewichtet | - untergewichtet | = neutral | + übergewichtet | ++ stark übergewichtet

Asset Allocation

Wie bereits mehrfach ausgeführt, haben sich die zu Beginn des Jahres deutlich überzogenen Erwartungen bezüglich Zinssenkungen normalisiert und passen nunmehr ins makroökonomische Bild. Es zeigt sich, dass auch aufgrund des Auslaufens von Basiseffekten die Inflationsbekämpfung auf den letzten Metern am anspruchsvollsten ist. Was weitgehend ausgeblieben ist: die aufgrund nunmehr doch nachhaltig höherer Zinsen zu erwartende Korrektur der Preise von Anlagegütern. Grund dafür sind gleichzeitig gestiegene Wachstumserwartungen. Die Gretchenfrage bleibt, inwieweit es sich dabei um ein einfaches Narrativ handelt oder ob die Erwartungen an Produktivitätssteigerungen aufgrund technologischer Fortschritte – Stichwort KI – tatsächlich gerechtfertigt sind. Zur Wirkmacht von Narrativen finden sich einige Gedanken in unserer nächsten Perspektiven-Publikation.

Tatsache ist, dass dieser Fokus auf Wachstum zu einer abnehmenden Marktbreite und grösseren Divergenzen geführt hat. Je grösser der Anteil an Technologietiteln mit entsprechenden Wachstumsfantasien, desto besser die Wertentwicklung in den letzten Wochen. Konkret zeigt der Technologiesektor die beste Wertentwicklung, während aufgrund des höheren Anteils an Technologiefirmen auch der US-Aktienmarkt den übrigen Märkten aktuell davonzueilen scheint.

Aktienmärkte: Entwicklung der verschiedenen Regionen



Diese Konzentration und die Abnahme der Marktbreite in Kombination mit aktuell überdurchschnittlichen Bewertungsniveaus bestärken uns in der Beibehaltung des Aktienuntergewichtes. Wir erhöhen die Diversifikation durch den Einzug japanischer Aktien, die traditionell in Kombination mit der Währung einen hohen Diversifikationsbeitrag liefern. Im Gegenzug reduzieren wir nach der Erholung der letzten Wochen die Positionen in zyklischen chinesischen Aktien. Die Aktienquote für das Risikoprofil «Ausgewogen» belassen wir unter der strategischen Quote bei aktuell 42%.

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 diversifizierenden Anlagen in Gold und Kryptowährungen führen wir unverändert weiter. Zur weiteren Diversifizierung und Stabilisierung des Portfolios ziehen wir Positionen auf Rohwaren und insbesondere auf Öl ein. Sollten sich immanente geopolitische Risiken materialisieren, stellen diese Positionen traditionell eine Absicherung dar.

Vor dem Hintergrund angespannter Staatsbudgets wie auch des teilweise weiterhin bestehenden Inflationsdrucks kommt der Diversifikation künftig eine noch grössere Bedeutung zu – der Raum auf der fiskalischen wie auch auf der geldpolitischen Seite ist für künftige Kriseninterventionen beschränkt.

Anleihen

Die sich in den Aktienmärkten in den letzten Wochen zeigende Divergenz zwischen den USA und Europa zeigt sich im Anleihenmarkt schon länger. Konkret bleibt der Inflationsdruck in den USA aufgrund der weiterhin starken Nachfrage hoch, während die wirtschaftliche Abkühlung der EZB bereits einen ersten Zinssenkungsschritt erlaubt hat. Der Markt erwartet für die USA aktuell noch gegen zwei Senkungsschritte bis Ende Jahr; das Fed spricht aktuell von einem Schritt, wobei mit der Formulierung von Datenabhängigkeit und Nachhaltigkeit von Entwicklungen selbstredend viel Flexibilität bleibt. Ebenfalls bleiben mögliche Zinssenkungen aufgrund exogener Schocks vorbehalten, auch wenn aufgrund der weiterhin grossen Notenbankbilanzen und der weiterbestehenden Inflationsorgen der Raum dazu einigermassen beschränkt sein dürfte.

Die Duration im EUR-Anleihenmarkt belassen wir bei 4.4 Jahren, während in CHF und USD weiterhin eine um 1.5 Jahre tiefere Duration als im Markt bestehen bleibt. Aufgrund der flachen bis invertierten Kurven ist der Rolleffekt zu gering, als dass sich das Durationsrisiko aktuell hinreichend auszahlen würde.

Die weiterhin sehr tiefen Risikoaufschläge auf Unternehmensanleihen lassen uns an einer Untergewichtung der Kreditrisiken festhalten. Für eine Erhöhung des Engagements in diesem Segment sind zur Kompensation der eingegangenen Kreditrisiken unseres Erachtens deutlich höhere Kreditaufschläge notwendig.

Aktien

Nachdem der Aktienmarkt bereits in den letzten Wochen bezüglich Bewertung über dem historischen Durchschnitt gehandelt hat, hat in diesem Zeitraum mit der Verschiebung des Fokus auf Wachstum auch die Marktbreite deutlich nachgelassen. So hat sich der wachstumslastigere US-Aktienmarkt in den letzten Wochen deutlich besser entwickelt als die übrigen Regionen. Gleichzeitig zeigt der Technologiesektor eine deutlich bessere Entwicklung als der Rest des Marktes. Selbst innerhalb des Technologiesektors ist die Marktbreite überschaubar. So notieren aktuell gerade mal 60% der Titel im S&P 500 über ihrem 200-Tage-Durchschnittspreis.

Betrachtet man weiter die Bewertung, so zeigt sich ebenfalls ein Bild, das zu Sorge Anlass geben kann: Im genannten Index handelt beinahe ein Viertel der Titel mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von über 50 – eine grössere Anzahl als bei den Titeln, die unter 20 handeln.

Diese Kombination aus mangelnder Marktbreite bei einer Bewertung, die über dem historischen Durchschnitt liegt, zeigt die aktuelle Abhängigkeit des Aktienmarktes; das Wachstum muss sich in dieser Form einstellen und der Raum für weitere Preissteigerungen ist aktuell begrenzt – damit sind Enttäuschungen nicht ausgeschlossen.

Vor diesem Hintergrund belassen wir die Aktienquote unverändert bei einem leichten Untergewicht. Innerhalb der Aktienallokation verbessern wir die Diversifikation weiter und allozieren einen Teil der europäischen Aktien in Richtung Japan, wobei wir die Währung bewusst ungesichert lassen. Damit verringern wir die Wachstumsabhängigkeit und erhöhen wir die Diversifikation über einen relativ geschlossenen Markt. Mit den Gewinnmitnahmen auf den chinesischen Anlagen reduzieren wir zudem weiter das Marktbeta des Portfolios.

Alternative Anlagen

Trotz des anhaltend erhöhten Zinsniveaus zeigen Gold wie auch ausgewählte Kryptoanlagen eine weiter

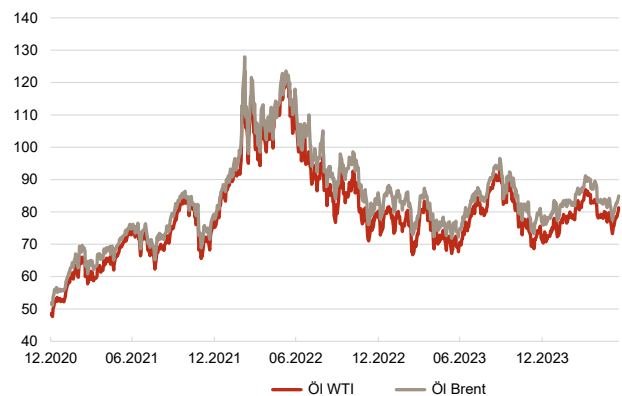
Redaktion Investment Center

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.

ansprechende Wertentwicklung – und notierten zeitweise auf neuen Höchstständen. Beide Positionen bleiben unverändert im Portfolio bestehen und dürften bei Marktverwerfungen stabilisierend wirken. Aufgrund der weiterhin eher ausgeblendeten geopolitischen Risiken erhöhen wir die Allokation in Rohwaren mit einer strukturierten Anlage in Öl der Sorte Brent. Über diese Anlage machen wir das Portfolio nochmals krisensicherer und wir verbessern den Diversifikationsbeitrag über eine gehebelte Partizipation an einem Preisanstieg. Empirisch zeigt sich das Diversifikationspotenzial von Rohwaren in Krisensituationen.

Öl: Entwicklung der Terminpreise



Währungen

Aufgrund der Reallokationen in den verschiedenen Anlageklassen erhöht sich der USD-Anteil in den Portfolios leicht, während der EUR-Anteil sinkt; mit dem Japanischen Yen wird eine neue Währung ins Portfolio aufgenommen, wobei sich das Ausmass im Bereich der Aktienallokation Japan bewegt.

Der Referenzwährungsanteil für ein ausgewogenes Profil verbleibt bei rund 75%; der USD-Anteil bewegt sich bei rund 6%, der EUR-Anteil unter 4%. 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.

Anhang

Wirtschafts- und Marktentwicklung

BIP-Entwicklung (E: Konsens)

	2023	2024E
USA	2.5%	2.4%
EU	0.5%	1.0%
Schweiz	0.8%	1.2%

Zentralbanken Leitzinsen

	18.06.2024	Markterwartung
USD FED	5.50%	5.50%
EUR EZB	3.75%	3.75%
CHF SNB	1.50%	

Währungen

	18.06.2024	Prognose
EUR/CHF	0.950	0.95 – 0.99
USD/CHF	0.884	0.89 – 0.93
EUR/USD	1.074	1.05 – 1.09

Aktienmärkte

	P/E ø 5J.	P/E 2024E
Welt	19.3x	17.6x
USA	21.1x	19.8x
Europa	15.8x	13.2x
Schweiz	19.9x	17.4x
Schwellenländer	13.8x	11.3x

Marktentwicklung in Lokalwährung

Aktienmärkte

	QTD	YTD
Welt	3.0%	12.3%
USA	4.8%	15.8%
Europa	2.2%	10.2%
Schweiz	3.7%	9.9%
Schwellenländer	4.4%	7.0%

Rohstoffe und Alternative

	QTD	YTD
Gold (USD/Unze)	4.5%	12.9%
Ölpreis (USD/Brent)	0.4%	19.1%
Bitcoin USD	-8.4%	54.7%

Inflation (E: Konsens)

	2023	2024E
USA	4.1%	3.2%
EU	5.4%	2.4%
Schweiz	2.1%	1.4%

Staatsanleihen (10 Jahre)

	18.06.2024	Prognose
USA	4.22%	4.15% – 4.35%
Deutschland	2.40%	2.30% – 2.55%
Schweiz	0.75%	0.65 – 0.85%

Rohstoffe und Alternative

	18.06.2024	Prognose
Gold (USD/Unze)	2'329	2'275 – 2'450
Ölpreis (USD/Brent)	85.3	80 – 90
Bitcoin USD	64'891	55'000 – 75'000

Div. Rendite

	Prognose
	leicht tiefer
	leicht tiefer
	leicht tiefer
	leicht tiefer
	leicht tiefer

Staatsanleihen Rendite (10 Jahre)

	18.06.2024	29.12.2023
USA	4.22%	3.88%
EU	2.40%	2.02%
Schweiz	0.75%	0.70%

Währungen

	QTD	YTD
EUR/CHF	-2.4%	2.2%
USD/CHF	-1.9%	5.1%
EUR/USD	-0.5%	-2.7%

Daten per 18. Juni 2024, QTD: Performance seit Quartalsbeginn, YTD: Performance seit Jahresbeginn