

Monthly CIO Letter

15. Juli 2024

Mit dem Erklimmen neuer Höchststände hat auch die Breite der Entwicklung im Aktienmarkt weiter abgenommen. Die aktuellen Bewertungsniveaus verlangen Wachstum. In Kombination mit einer tiefen implizierten Volatilität ist dies – auch vor dem Hintergrund der geopolitischen Risiken – nicht der Moment, die Ausrichtung der Portfolios zu verändern. Die Risikostreuung bleibt hoch, die Aktienquote bleibt untergewichtet und der Anteil an Bitcoin wird leicht erhöht.



Christoph Boner
Chief Investment Officer

Highlights

- Der Anstieg der Aktienkurse in den letzten Wochen ist zu einem wesentlichen Teil auf Bewertungsausdehnungen zurückzuführen.
- Diese Veränderung in der Bewertung lässt das Risiko eines Wachstumsdefizites grösser werden.
- Wir bleiben vorsichtig in der Aktienallokation und gehen mit einer wohlbalancierten Allokation durch die Sommerwochen.

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	↑				•	

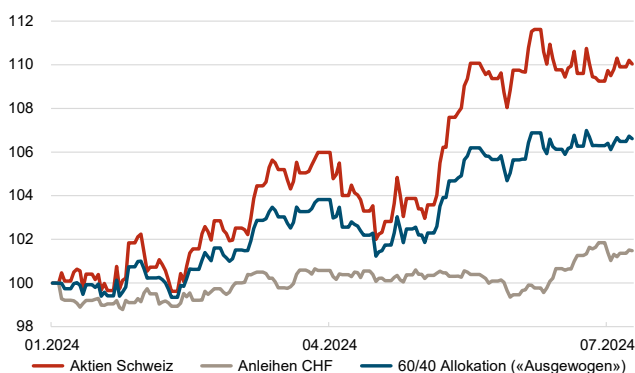
Veränderung: gegenüber Vormonat, **Positionierung:** -- stark untergewichtet | - untergewichtet | = neutral | + übergewichtet | ++ stark übergewichtet

Asset Allocation

Bereits wieder ist das erste Halbjahr 2024 Geschichte. Während sich das Wetter in unseren Breitengraden mit grosser Zurückhaltung nur von der sommerlichen Seite zeigt, präsentiert sich an den Börsen ein sonnigeres Bild. Verschiedene Märkte verzeichnen neue Höchststände und gemessen am Weltaktienmarkt beträgt der Wertzuwachs für die ersten sechs Monate des Jahres knappe 12% (in USD). Auch die Anleihenmärkte zeigen grösstenteils positive Wertentwicklungen, wobei hier mit grösseren Erträgen belohnt wurde, wer höhere Kreditrisiken eingegangen ist.

Für eine naive Allokation eines CHF Anlegers mit einem 60/40 Portfolio resultiert so eine Vorkosten-Wertentwicklung von cirka 6% für das erste Halbjahr 2024. Dank einer breiten diversifizierten Strategie und einer aktiven Allokation über die verschiedenen Märkte resultierte für die entsprechenden Mandate gar eine Nachkosten- Wertentwicklung von über 7%.

Erstes Halbjahr 2024: Marktentwicklung



Das dominierende Thema des ersten Halbjahres war die Entwicklung der Zinsen – oder besser: der Zinserwartungen. Obwohl vor dem Hintergrund der weiter hartnäckigen Inflation die Erwartungen an bald sinkende Zinsen deutlich zurückgenommen wurden, hat dies weder die Aktien- noch die Anleihenmärkte unter Druck gebracht. Auch wenn weniger stark und schnell als erwartet fallende Zinsen in der Theorie zu fallenden Kursen für Anlagegüter führen sollte, so kann – auch in der Theorie – die Erwartung an ein höheres Wachstum für den Wegfall der Zinsfantasien kompensieren. Zumindest in der Plausibilisierung der Marktentwicklung der letzten Monate hat dieses Narrativ verfangen.

Tatsache ist, dass der Anstieg der globalen Aktienmärkte über die letzten sechs Monate zum grösseren Teil, konkret über 70%, auf eine Bewertungsausdehnung zurückzuführen ist. Auch wenn die Bewertung weiter ansteigen kann: eine höhere Bewertung verlangt nach einem höheren Wachstum – und damit hat das Risiko eines unter Erwartung liegenden Wachstums zugenommen. Es sei daran erinnert: weiterhin überhöhte Inflationszahlen und ein enger Arbeitsmarkt vor allem in

den USA zwingen die Notenbanken faktisch dazu, die wirtschaftliche Entwicklung im Interesse der Inflationsbekämpfung einzuhegen.

Folgerichtig belassen wir die Aktienquote für den Moment bei einer leichten Untergewichtung von aktuell 42% für ein Profil «Ausgewogen».

Die Anleihenquote für ein ausgewogenes Risikoprofil wird über den Kauf kurzlaufender Hochzinspapiere auf 40% leicht angehoben. Die hohe Kreditqualität der Portfolios bleibt bestehen genauso wie wir weiter für eine Normalisierung der US-Zinskurve positioniert sind – auch wenn diese Normalisierung nicht unmittelbar zu erwarten ist: die Wartezeit wird uns mit einer ansprechenden Laufrendite von gegen 5% p.a. versüsst.

Die diversifizierenden Anlagen in Gold und Kryptowährungen führen wir weiter, wobei wir die erfolgten Rücksetzer des Bitcoinpreises zu einer (leichten) Aufstockung unseres Engagements im Kryptobereich nutzen. Als weitere Diversifikation gerade auch hinsichtlich bestehender geopolitischer Risiken bleiben wir weiterhin über eine Struktur in Öl der Sorte Brent investiert.

Anleihen

Die aktuell vom Markt erwarteten Zinssenkungsschritte bis Ende 2024 – zwei für die USA, 1,5 für Europa und einen Schritt für die Schweiz – sind auf das makroökonomische Umfeld bezogen stimmig. Die US-Wirtschaft wächst weiterhin über Potenzial und der Inflationsdruck bleibt bestehen; jedoch zeigt der Arbeitsmarkt erste Entspannungstendenzen und auch der Konsum scheint gemessen an den Kreditkartenausfällen seinen Zenit überschritten zu haben; erste Zinssenkungsschritte werden so möglich. Da Europa aufgrund der teils schwächelnden Volkswirtschaften einen deutlich geringeren Inflationsdruck zu gewärtigen hat, ist der Raum für (weitere) Zinssenkungen ebenfalls gegeben. Für beide Zentralbanken – FED und EZB – gilt allerdings, dass im Zweifel eher von Senkungsschritten abgesehen wird. Dies zum einen aufgrund ausgelaufener Basiseffekte und ganz grundsätzlich bestehender Risiken von Zweitrundeneffekten. Zum zweiten auch aufgrund der politischen Unsicherheiten: populistische Programme bringen immer eine nicht unerhebliche Ausdehnung der Staatsausgaben und damit der volkswirtschaftlichen Gesamtnachfrage mit sich. Bei Ausbleiben von Mitnahme- und Substitutionseffekten wirkt dies inflationsfördernd. Anzumerken ist: ohne Zinssenkungsschritte bleibt mehr Spielraum für geldpolitisch stützende Massnahmen; in Anbetracht der bestehenden geopolitischen Risiken ein nicht unwesentlicher Aspekt.

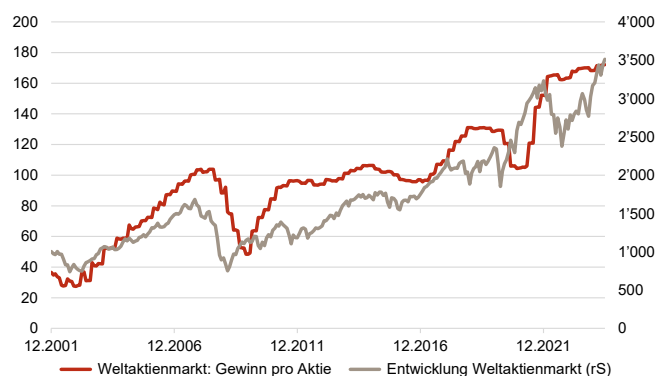
Die Anleihenallokation bleibt weiter vorsichtig. Die Duration im EUR-Anleihenmarkt belassen wir bei 4,4 Jahren, während in CHF und USD die Duration bei rund drei Jahren liegt. Die Kreditrisiken bleiben ebenfalls untergewichtet, wobei wir das Untergewicht in

hochverzinslichen Anleihen verringern. Dabei nutzen wir ein globales Engagement mit gegen null tendierenden Duration und einer überdurchschnittlichen Kreditqualität. Auch wenn die Aufschläge in diesem Bereich weiterhin relativ tief sind: im Gegensatz zum Markt der höherqualitativen Anleihen (Investment Grade) zeigt der Markt für hochverzinsliche Papiere über die letzten Jahre eine strukturelle Qualitätsverbesserung; ein tieferer Kreditaufschlag ist damit nur folgerichtig.

Aktien

Ordnet man die Bewertung der globalen Aktienmärkte historisch ein, so kann aktuell von einer leichten Überbewertung gesprochen werden. Beispielweise handelt der breite US-Aktienmarkt bei einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von knapp 22; dieser Wert lag in den letzten fünf Jahren bei durchschnittlich 19.5. Tatsächlich haben die Gewinnentwicklungen in den letzten Monaten nur einen kleineren Teil der Aktienkursanstiege ausgemacht.

Globale Aktienmärkte: Gewinnentwicklung und Kurse



Diese Bewertungsausdehnung in Kombination mit einer abnehmenden Marktbreite bei aktuell hoher Risikofreude der Anleger lässt uns an einem (leichten) Aktienuntergewicht festhalten. Die Allokation ist

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 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.

weiterhin breit gestreut und auch die Erhöhung der Japan- und EMA-Quote vor Monatsfrist hat sich ausgezahlt.

Innerhalb der Aktienquote nehmen wir eine leichte Verschiebung weg von europäischen Aktien hin zu einem globalen Fokus auf Automation vor. Während die KI-Fantasien insbesondere ausgewählte Titel des Technologiesektors beflügeln, werden gerade mit Bestrebungen zur Abkoppelung von China und Re-Industrialisierung in westlichen Volkswirtschaften die Themen rund um Automation nachhaltig Rückenwind erfahren.

Alternative Anlagen

Die Diversifikation der Portfolios wird weiterhin über die Beimischung von Gold, Kryptoanlagen und Öl hochgehalten. Die Rücksetzer im Preis des Bitcoins nutzen wir für eine (leichte) Erhöhung des entsprechenden Portfolioanteils. Dabei ist nicht eine Bewertungslogik ausschlaggebend; die weiter voranschreitende Institutionalisierung dieses Marktes wird einen strukturellen Nachfrageüberhang nach sich ziehen, was der Preisentwicklung etablierter Kryptowährungen zuträglich sein wird. Der Diversifikationsbeitrag von Gold und Öl ist empirisch hinlänglich bekannt; die Opportunitätskosten nehmen wir als Absicherungsprämie bewusst in Kauf.

Währungen

Die Allokationsverschiebungen ziehen nur geringe Veränderungen in der Währungsallokation mit sich. Der Referenzwährungsanteil für ein ausgewogenes Profil verbleibt bei rund 75%; der USD-Anteil bewegt sich bei rund 6%, der EUR-Anteil unter 4%.

Anhang

Wirtschafts- und Marktentwicklung

BIP-Entwicklung (E: Konsens)

	2023	2024E
USA	2.5%	2.3%
EU	0.5%	1.0%
Schweiz	0.8%	1.3%

Zentralbanken Leitzinsen

	09.07.2024	Markterwartung
USD FED	5.50%	5.50%
EUR EZB	3.75%	3.75%
CHF SNB	1.25%	

Währungen

	09.07.2024	Prognose
EUR/CHF	0.971	0.95 – 0.99
USD/CHF	0.898	0.88 – 0.91
EUR/USD	1.081	1.06 – 1.09

Aktienmärkte

	P/E ø 5J.	P/E 2024E
Welt	19.3x	17.9x
USA	21.2x	20.1x
Europa	15.8x	13.1x
Schweiz	19.9x	17.2x
Schwellenländer	13.8x	11.6x

Marktentwicklung in Lokalwährung

Aktienmärkte

	QTD	YTD
Welt	4.8%	14.2%
USA	6.5%	17.8%
Europa	1.7%	9.7%
Schweiz	3.8%	10.0%
Schwellenländer	7.8%	10.5%

Rohstoffe und Alternative

	QTD	YTD
Gold (USD/Unze)	6.0%	14.6%
Ölpreis (USD/Brent)	1.3%	20.5%
Bitcoin USD	-18.2%	38.1%

Inflation (E: Konsens)

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

Staatsanleihen (10 Jahre)

	09.07.2024	Prognose
USA	4.30%	4.20% – 4.40%
Deutschland	2.58%	2.40% – 2.65%
Schweiz	0.67%	0.60 – 0.80%

Rohstoffe und Alternative

	09.07.2024	Prognose
Gold (USD/Unze)	2'364	2'275 – 2'450
Ölpreis (USD/Brent)	84.7	80 – 90
Bitcoin USD	57'928	55'000 – 75'000

Div. Rendite

	Prognose
	seitwärts
	seitwärts
	leicht tiefer
	leicht tiefer
	leicht tiefer

Staatsanleihen Rendite (10 Jahre)

	09.07.2024	29.12.2023
USA	4.30%	3.88%
EU	2.58%	2.02%
Schweiz	0.67%	0.70%

Währungen

	QTD	YTD
EUR/CHF	-0.2%	4.5%
USD/CHF	-0.4%	6.7%
EUR/USD	0.2%	-2.0%

Daten per 9. Juli 2024, QTD: Performance seit Quartalsbeginn, YTD: Performance seit Jahresbeginn