
PRINCIPAL

Investment Report Q1 2024



In Antizipation einer temporären Korrektur am Aktienmarkt

Im 1. Quartal zeigten sich die Finanzmärkte freundlich. Infolge eines verhaltenen Jahresauftakts zogen die Kurse risikobehafteter Anlageklassen ab Ende Januar kräftig an. Insbesondere globale Aktien gewannen mit +7.8% überproportional an Wert hinzu. Defensive Anlageklassen, wie Anleihen und europäische Immobilien, konnten ihre Verluste zu Jahresbeginn nur bedingt kompensieren und weisen per Ende März eine Rendite von -2.6% bzw. -2.8% aus.

Innerhalb der Aktien setzten sich die Vorjahrestrends fort. Analog zum Vorjahr dominieren grosskapitalisierte Wachstumsaktien das Marktgeschehen. Allen voran Aktien des Informationstechnologie-Sektors (+12.1%), welche im S&P 500 Index mit 30% prominent vertreten sind, leiteten diesen zu einem neuen Allzeithoch (+10.2% auf 5254 Punkte). Obgleich die beiden Einzeltitel Nvidia (+82.5%) und Meta (+37.3%) seit Jahresbeginn 55.3% der Indexperformance erklären, nahm die Marktbreite des S&P 500 Index jüngst wieder zu (gleichgewichteter S&P 500 Index = +7.4%).

Im internationalen Vergleich stechen japanische Aktien positiv heraus (Nikkei Index +20.6%). Zeitgleich wertete der japanische Yen gegenüber einer Vielzahl von Währungen deutlich ab (JPY/EUR = -4.5%), wodurch sich die Outperformance schmälert. Schweizer Aktien (+5.3%) sowie Titel asiatischer Emerging Markets (+3.0%) erwirtschafteten seit Jahresbeginn deutlich positive Renditen, lagen relativ betrachtet jedoch zurück.

Resiliente US Wirtschaft

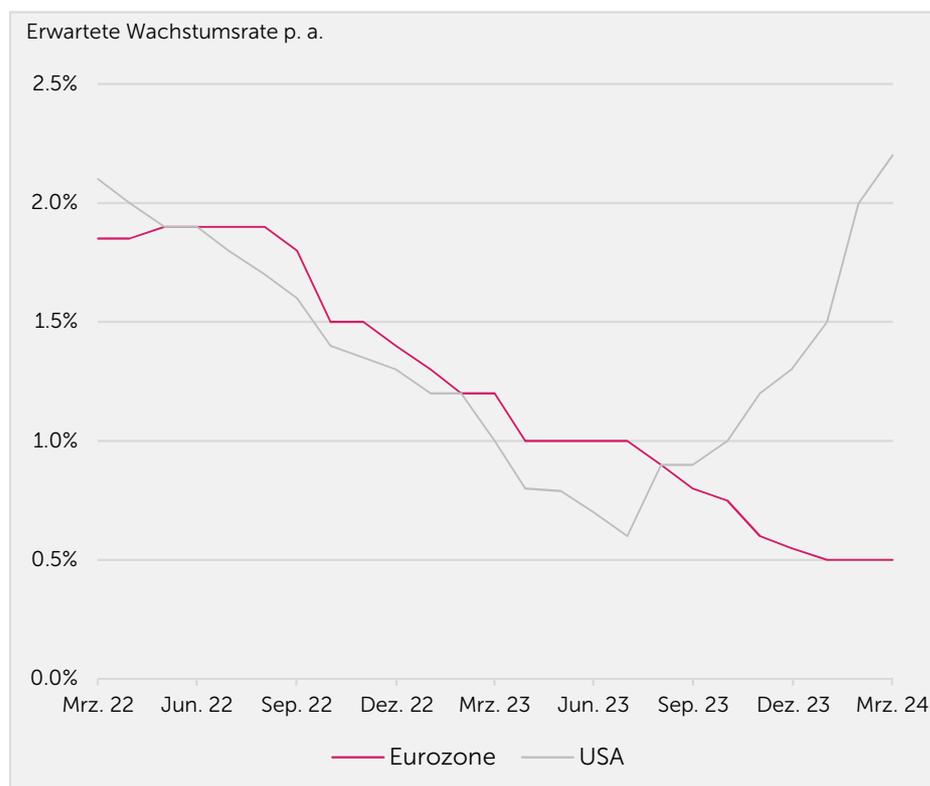
In den vergangenen Monaten zeigte sich die US Konjunktur vom höheren Zinsniveau nahezu unbeeindruckt. Die Lage auf dem Arbeitsmarkt gilt als weiterhin angespannt. Die niedrige Arbeitslosenrate beflügelt das Lohnwachstum, hebt die Konsumlaune und treibt die Inflation. Der inländische Konsum bildet die Basis für das kräftige Wirtschaftswachstum der nahezu autarken USA.

Im Laufe des 1. Quartals mehrten sich allerdings die Anzeichen, dass das hohe Leitzinsniveau seine Wirkung entfaltet. Diverse Konzerne kündigten Sparprogramme an und gaben bekannt, ihre Personalkosten senken zu wollen. Infolgedessen stieg die nicht-saisonbereinigte Arbeitslosenrate von 3.5% im Dezember auf 4.2% per Ende Februar an. Ungeachtet dieser Entwicklung bleibt das Lohnwachstum mit +5.0% hoch und wirkt der Desinflation entgegen. Der von der Federal Reserve präferierte Inflationsindikator (PCE Core Inflation Rate) entsprach mit +2.8% per Ende Februar den Erwartungen der Notenbanker, liegt aber noch immer über dem Inflationsziel. Am 29. März bekräftigte US Notenbankpräsident Jerome Powell, dass einer ersten Leitzinssenkung keine Eile geboten sei. Sowohl das Fed als auch die EZB stellten einen

ersten Zinsschritt frühestens für Sommer in Aussicht (EZB 6. und Fed 12. Juni). Sie folgen damit dem Beispiel der SNB, welche im März den Leitzins erstmals senkte. In seiner jüngsten Zinsprognose stellte das Fed für das Gesamtjahr unverändert 3 Leitzinssenkungen à 25 Basispunkte in Aussicht. Für das kommende Jahr und 2026 revidierte es seine Erwartungen nach oben und prognostizierte langfristig ein erhöhtes Zinsniveau.

Zinsderivate eskompieren für die USA nur noch 4 Leitzinssenkungen binnen einem Jahr, nach 6 zu Jahresbeginn. In der Eurozone sind die Erwartungen höher. Für die kommenden 12 Monate implizieren die Finanzmärkte unvermindert 6 Zinsschritte seitens der EZB. Begründet ist dies durch divergierende Konjunkturprognosen. Während für die USA das erwartete Wirtschaftswachstum für 2024 seit Juli kontinuierlich nach oben revidiert wird (+2.2%), fiel selbiges für die Eurozone angesichts hoher Abhängigkeiten zu China auf zuletzt +0.5%.

ERWARTETES WACHSTUM DES BRUTTOINLANDSPRODUKTS 2024



Leitzinssenkungen betreffen die Renditen am vorderen Ende der Zinsstrukturkurve. Die langfristigen Renditen bilden hingegen die Inflationserwartungen ab. Synchron mit dem Ölpreis stiegen diese jüngst an. Eine Studie der Internationalen Energiebehörde IEA belegt, dass sich der Rohölmarkt angebots- wie nachfrageseitig in naher Zukunft verengen dürfte. Einerseits durch die jüngsten Angriffe auf russische Ölförderanlagen, andererseits durch eine stärker als erwartete Weltkonjunktur. In der Folge stiegen der Rohölpreis und die Inflationserwartungen an, und mit ihnen die langfristigen Anleiherenditen.

Diese Entwicklung eröffnet die Chance, die Allokation zu Anleihen noch einmal zu erhöhen und die Duration zu

verlängern, ehe im Sommer das Fed und die EZB ihrerseits mit dem Zinssenkungszyklus beginnen.

Ein steigendes Renditeniveau erhöht die Attraktivität von Anleihen gegenüber risikobehafteten Anlageklassen. In Anbetracht dessen sowie der fulminanten Kursentwicklungen der vergangenen Monate dürfte eine Korrektur am Aktienmarkt in den kommenden Wochen wenig überraschen. Dies deckt sich mit einem Saisonalitätseffekt und der Börsenweisheit „Sell in May and go away, but remember to come back in September“.

Aus jetziger Sicht dürfte die Korrektur am Aktienmarkt jedoch verhalten ausfallen und von temporärer Natur sein. Neben neuen makroökonomischen Daten bietet sie Fed und EZB Anlass, ihren in Aussicht gestellten Zinssenkungspfad zu beschreiben.

Gold glänzt und steigt auf Allzeithoch

Gold vollzog Anfang März einen durchaus bedeutenden Ausbruch aus seiner langjährigen Konsolidierungsphase und erzielte im 1. Quartal in Euro eine Performance von +10%. Die taktische Übergewichtung von Gold werden wir in den von uns verwalteten Portfolios vor dem Hintergrund steigender geopolitischer Risiken und der Aussicht auf sinkende Realzinsen vorerst beibehalten.

Im Rahmen unseres strikten Risikomanagements mussten wir dagegen aufgrund eines Managerwechsels das Exposure in einem Rohstoff-Anlagefonds entsprechend reduzieren.

Da zu Jahresbeginn bereits übertriebene Erwartungen hinsichtlich der Anzahl von Zinssenkungen der Notenbanken eingepreist waren, hielten wir im 1. Quartal an unserer neutralen Positionierung bei Obligationen mit einer mittleren Duration fest. Wir hatten das Exposure der Bond-Anlagen aufgrund der stark angestiegenen Kapitalmarktzinsen schon im vergangenen Jahr sukzessive erhöht und auch eine Verlängerung der durchschnittlichen Duration von zunächst sehr kurzfristig auf mittelfristig vorgenommen.

Ungeachtet der langen Phase hoher Zinsen und einer restriktiven Geldpolitik gehen Analysten und Ökonomen mehrheitlich noch immer von einer weichen Landung der US-Wirtschaft aus. An den Finanzmärkten wurde zwischenzeitlich sogar ein "No Landing"-Szenario mit einem weiterhin starken Wachstum und einer erneut anziehenden Inflation eingepreist. Im 1. Quartal erhöhten sich jedenfalls die Euro- und USD-Kapitalmarktzinsen über alle Laufzeiten um 25 bis 45 Basispunkte, wobei der Zinsanstieg bei kürzeren Laufzeiten am stärksten ausfiel.

Da wir vor dem Hintergrund der im historischen Vergleich niedrigen Sparquote der US-Konsumenten und der jüngst markant angestiegenen Zahlungsausfälle von Autokrediten und Kreditkarten mittelfristig von einer Wirtschaftsschwächung ausgehen, vermeiden wir in den verwalteten Portfolios bewusst das Eingehen zusätzlicher Kreditrisiken.

Im 1. Quartal erzielten die Bond-Anlagen in den verwalteten Portfolios eine Outperformance im Vergleich zum globalen Anleihenindex.

Da wir angesichts der bestehenden attraktiven Anlagealternativen am Geldmarkt und bei Zinsanlagen an den Aktienmärkten nach der Kursrallye der vergangenen Monate mit einer technischen Korrektur rechnen, warten wir für die geplante weitere Erhöhung des Aktienexposures ein günstigeres Einstiegsniveau ab. Die Übergewichtung japanischer Aktienanlagen und das auf über 60% angehobene US-Aktienexposure hatten im 1. Quartal einen positiven Einfluss auf die Aktienperformance in den verwalteten Portfolios.

TAKTISCHE ASSET ALLOCATION (IN EUR)

| | Untergewichtung | Neutral | Übergewichtung |
|-----------------------|-----------------|---------|----------------|
| Anlageklassen | | | |
| Liquidität | | | ◆ |
| Obligationen | | ◆ | |
| Aktien | ◆ | | |
| Gold | | | ◆ |
| Alternative Anlagen | ◆ | | |
| Aktienregionen | | | |
| Eurozone | ◆ | | |
| Schweiz | | | ◆ |
| USA | | | ◆ |
| Emerging Markets | ◆ | | |

Aufgrund der nicht zufriedenstellenden Performance des Fondsmanagements veräusserten wir das entsprechende China-Investment und nahmen im Gegenzug eine Anlage in günstig bewertete dividendenstarke Schweizer Aktien vor. Unser Investment in Energieaktien profitierte zuletzt vom deutlich steigenden Rohölpreis und einer spürbaren Erholung in der verarbeitenden Industrie.

In dem vom Principal Fondsmanagement verwalteten Themenaktienfonds Principal Active Equity Fund, der seit Jahresbeginn eine Performance von +9.2% aufweist, wird der Fokus bewusst auf die von uns selektionierten säkularen Investmentthemen Energie, Rohstoffe, Gesundheit, Sicherheit und Cyber-Security gerichtet.

Während der US Dollar vor dem Hintergrund eines stärkeren erwarteten US-Wirtschaftswachstums und signifikant reduzierter Zinssenkungserwartungen gegenüber dem Euro um 2.5% zulegen konnte, büsste der Schweizer Franken nach dem angekündigten Abgang von Nationalbankpräsident Jordan und der im März erfolgten ersten Zinssenkung im Vergleich zum Euro um -4% an Wert ein.

Fazit

Für die kommenden Wochen erwarten wir am Aktienmarkt eine temporäre Korrektur. Diese werden wir nutzen, um das Aktienexposure zu erhöhen. Darüber hinaus beabsichtigen wir, bei einem zwischenzeitlichen Anstieg der langfristigen Anleiherenditen die Bondallokation zu erhöhen und die Duration weiter zu verlängern.

Sonderthema: Gold

Gold ist eines der wertvollsten Metalle der Welt. Seit Anfang März ist der Goldpreis um +9.1% gestiegen. Aktuell markiert er bei 2230 USD je Feinunze ein neues Allzeithoch. Ein Ende des Preistrends ist nicht in Sicht.

Der wahre Wert von Gold

Gold bietet keinen generischen Ertrag. Im Gegensatz zu Aktien und Obligationen ist die Anwendung eines Bewertungsmodells in Form eines Discounted Cash Flow Modells nicht möglich.

Analog zu anderen Rohstoffen verfügt Gold über einen intrinsischen Wert. Angebot und Nachfrage bilden bei derartigen Rohstoffen die Basis für die Bestimmung des Zeitwerts.

Das Angebot an Gold ist begrenzt. Die gesamte jemals geförderte Menge an Gold wurde vom World Gold Council (WGC) Anfang 2023 auf 208'874 Tonnen geschätzt. Eine Tonne Gold entspricht in seiner Masse einem Würfel mit einer Kantenlänge von 37 cm. Ein Würfel aus all dem jemals geförderten Gold hätte somit eine Kantenlänge von lediglich 22 Metern.

Die Nachfrage zur industriellen Verwendung folgt primär aus der Schmuck- und Halbleiterindustrie. In beiden steht das Edelmetall hoch im Kurs.

Empirische Studien widersprechen allerdings der Preisfindung durch Angebot und Nachfrage. Aus Sicht der Ökonometrie besteht aufgrund der geringen Handelsvolumina kein statistisch signifikanter Zusammenhang zwischen der Schmuck- bzw. Halbleiterindustrienachfrage und dem Goldpreis.

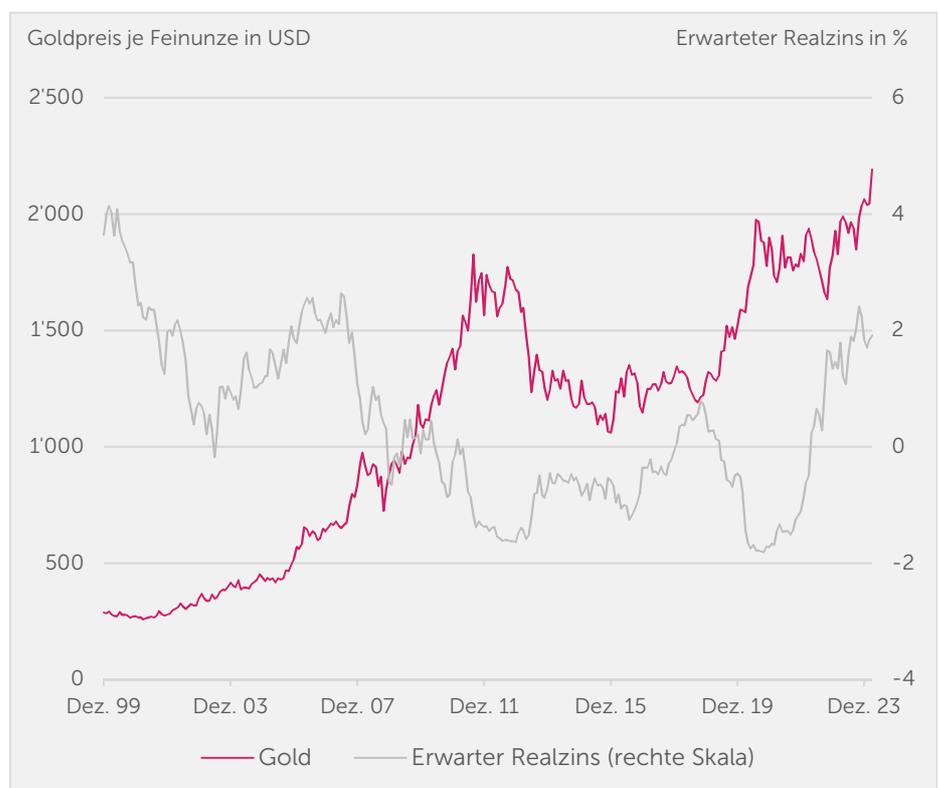
Der Preis des Edelmetalls bedingt folglich der Investitionsnachfrage. Gold ist ein finanzieller Vermögenswert, dessen Wert sich an der Börse bestimmt.

In einem Portfolio ist Gold ein willkommener Diversifikator. Aufgrund seiner geringen Korrelation zu anderen Anlageklassen kann durch Beimischung des Edelmetalls das unsystematische Risiko eines Portfolios reduziert werden. Die expansive Geldpolitik der Zentralbanken führt seit 2007 allerdings dazu, dass die Korrelation von Gold zu anderen Anlageklassen über die Zeit kontinuierlich anstieg. In einem modernen Portfolio ist Gold noch immer ein unverzichtbarer Bestandteil, wenn auch in geringerer Masse.

Der landläufigen Meinung folgend bietet Gold einen bewährten Schutz vor Inflation. Die Historie hält allerdings zahlreiche Beispiele bereit, die vom Gegenteil berichten. Von 1980 bis 2000 verdoppelte sich in den USA beispielsweise das Preisniveau, während im selben Zeitraum Gold

um -45% an Wert verlor. Gold bietet folglich nicht zu jedem Zeitpunkt einen zufriedenstellenden Inflationsschutz. Dennoch besteht eine grundlegende Beziehung zwischen dem Preis des Edelmetalls und der Teuerung. In Kombination mit den Nominalzinsen galt die Geldentwertung lange Zeit als verlässlicher Indikator für die Entwicklung des Goldpreises. Der erwartete Realzins, definiert als Differenz aus Nominalzins und erwarteter Inflationsrate, wies über viele Jahre eine negative Korrelation zum Goldpreis auf. Sanken die Nominalzinsen und/oder erhöhten sich die Inflationserwartungen, verteuerte sich der Preis des Edelmetalls. Diese Eigenschaft ist in der Funktion des Realzinses begründet. Der Realzins misst das Vertrauen in die Zentralbank. Der Wert von Gold ist folgerichtig eine Funktion des Vertrauens. Schwindet das Vertrauen in die Währungshüter, steigt der Goldpreis – und vice versa.

REALZINSEN ALS INDIKATION ZUKÜNFTIGER GOLDPREISENTWICKLUNG



Die Relation von Realzins zu Goldpreis zerbrach mit der Invasion Russlands in die Ukraine. Zentralbanken halten Gold als Reservewährung. Vor allem in unsicheren Zeiten mit steigenden makroökonomischen und geopolitischen Risiken wachsen ihre Goldreserven. Gemäss dem WGC hielten diese Institutionen Ende 2023 weltweit knapp 36 tausend Tonnen Gold. 24% aller Zentralbanken beabsichtigen, ihre Bestände in diesem Jahr weiter zu erhöhen, was den Goldpreis auch in Zukunft beflügeln dürfte.

Fazit

Der Goldpreis ist eine Funktion des Vertrauens in die Zentralbanken. Darüber hinaus führen zunehmende geopolitischen Risiken zu einem Anstieg der Goldreserven. Für die kommenden Monate erwarten wir einen weiteren Preisanstieg des Edelmetalls, mit immer neuen Allzeithochs.

Kontakt: Dr. Uwe Heller, CFA

GEWÄHRLEISTUNGS AUSSCHLUSS

Der Inhalt dieses Berichts ist ausschliesslich für allgemeine Informationszwecke vorgesehen; er hat weder den Anspruch, umfassend oder vollständig zu sein, noch stellt er eine finanzielle, rechtliche, steuerliche oder sonstige fachliche Beratung dar. Principal bietet keine Gewähr (weder ausdrücklich noch stillschweigend), dass die in diesem Bericht veröffentlichten Informationen richtig, korrekt, wahrheitsgemäss oder aktuell sind. Die Informationen stellen weder eine Werbung noch eine Empfehlung, ein Angebot oder eine Einladung dar, irgendwelche Anlageinstrumente zu kaufen oder zu verkaufen, anderweitige Geschäfte zu tätigen oder anderweitige rechtliche Geschäfte abzuschliessen.

PRINCIPAL VERMÖGENSVERWALTUNG AG

Landstrasse 30
FL-9494 Schaan
Liechtenstein
Telefon +423 235 04 40
info@principal.li