

Monthly CIO Letter

25. September 2023

Auch wenn weitere Zinserhöhungen für den Moment vom Tisch sind, bleibt der Markt bezüglich der weiteren Entwicklung der Wirtschaft zu optimistisch. Mit auslaufenden Basiseffekten und weiter bestehenden Einschränkungen auf der Angebotsseite besteht kein Raum für Zinssenkungen. Die Aktienquote bleibt untergewichtet.



Christoph Boner
Chief Investment Officer

Highlights

- Mit weiter steigenden Ölpreisen und dem Auslaufen von inflationsdrückenden Basiseffekten bleibt die Inflation über dem angestrebten Zielniveau von 2%.
- Ohne eine hinreichende Erholung der Angebotsseite wird bei weiterhin starker Nachfrage die Inflation nur über ein tieferes Wachstum auf das Zielniveau zu drücken sein.
- Eine weitergehende Abkühlung – bis hin zu einer sogenannten harten Landung – ist absehbar.

Asset Allocation

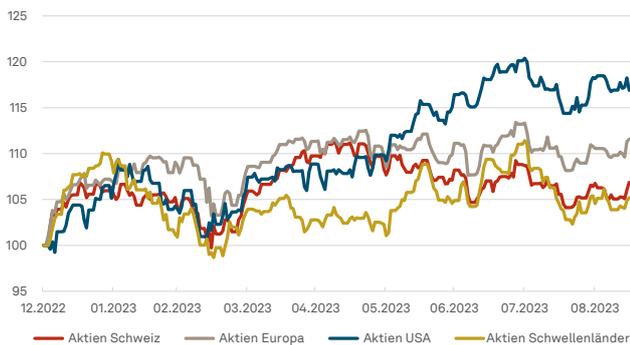
| Anlageklassen | Veränderung | -- | - | = | + | ++ |
|----------------------------|-------------|----|---|---|---|----|
| Liquidität | ➔ | | | | • | |
| Anleihen | ➔ | | • | | | |
| Referenzwährung | ➔ | • | | | | |
| Welt | ➔ | | • | | | |
| Emerging Markets | ➔ | | | | | • |
| Wandelanleihen | ➔ | | | | • | |
| Aktien | ➔ | | • | | | |
| Schweiz | ➔ | | | • | | |
| Europa | ➔ | | | • | | |
| USA | ➔ | | • | | | |
| Pazifik | ➔ | | | • | | |
| Emerging Markets | ➔ | | | • | | |
| Alternative Anlagen | | | | | | |
| Gold | ➔ | | | | • | |
| Krypto | ➔ | | | | • | |
| Währungen | | | | | | |
| CHF | ➔ | | | • | | |
| EUR | ➔ | | | • | | |
| USD | ➔ | | | • | | |

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

Asset Allocation

Seit mehreren Wochen nunmehr zeigen die Aktienmärkte eine durchgezogene Entwicklung. So hat beispielweise der globale Aktienmarkt Ende Juli mit einem Plus von knapp 20% (in USD) seinen (vorläufigen) Jahreshöchststand erreicht. Seither zeigt sich eine gewisse Richtungslosigkeit, was ein Abbild der Unsicherheit über die weitere Konjunktorentwicklung darstellt.

Aktienmarktentwicklung 2023



Zum einen hat die Inflation ihre Höchststände der vergangenen Monate klar hinter sich gelassen, und ein weniger aggressives Vorgehen der Notenbanken darf erwartet werden. Zum anderen bleibt zu bedenken, dass die Zinsanhebungen mit einer noch nie dagewesenen Geschwindigkeit erfolgt sind und die gewünschte bremsende Wirkung auf die Gesamtwirtschaft sich erst nach und nach einstellen dürfte. Nicht nur ist der Wirkungszusammenhang zwischen Zinsanhebungen und konjunktureller Abkühlung uneindeutig – wichtiger noch bei einer dergestalt schnellen Entwicklung ist die zeitliche Komponente. Die Empirie spricht von Verzögerungen im Bereich von 12 bis 18 Monaten, wobei die vorläufig letzten Zinsanstiege für Europa wie für die USA gerade erst erfolgt sind.

Für den Moment entscheidender ist die aktuelle Markterwartung bezüglich der weiteren Zinsentwicklung. So werden bereits für das erste Quartal 2024 erst Zinssenkungen erwartet. Auch wenn die Konsumstärke vor dem Hintergrund einer hohen Verschuldung und aktuell tiefer Sparquoten ihren vorläufigen Höhepunkt erreicht haben dürfte, erlauben weiter bestehende Einschränkungen auf der Angebotsseite wie auch ein weiterhin enger Arbeitsmarkt auf absehbare Zeit keine Zinssenkungen. Der momentan bestehende Aufwärtsdruck auf die Preisentwicklung aufgrund steigender Energiepreise und die heraufziehende kältere Jahreszeit tragen das Ihrige dazu bei.

Vor diesem Hintergrund belassen wir die Aktienquote für den Moment bei einem leichten Untergewicht. Die Aktienquote für ein ausgewogenes Risikoprofil beträgt 48%.

Die Allokation auf zinstragende Papiere bleibt unverändert. Die Anleihenquote für das angeführte Risikoprofil beträgt 40%, wobei wir Anleihen aus Schwellenländern beigemischt haben. Die Kreditqualität des gesamten Anleihenanteils ist weiter überdurchschnittlich und die Duration liegt unter derjenigen des Gesamtmarkts.

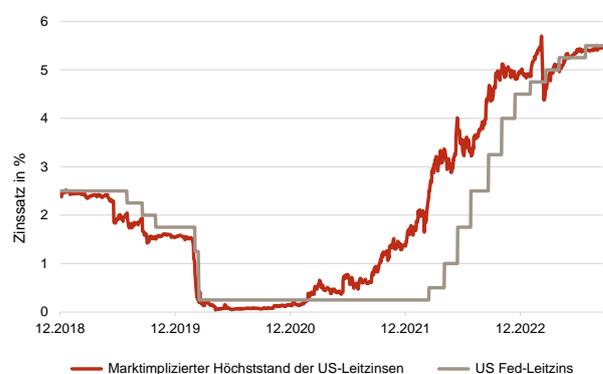
Auch mit weiter gestiegenen Opportunitätskosten halten wir weiterhin Gold und Kryptoanlagen zur Diversifikation des Portfolios.

Anleihen

Bereits vor den letzten Notenbanksitzungen waren die Meinungen gemacht: Das US Fed würde zumindest für den Moment eine Pause einlegen, die EZB muss aufgrund der weiter bestehenden Inflationsdynamik erneut an der Zinsschraube drehen und die SNB wird nachziehen, da ein abwertender Schweizerfranken die erreichte Eindämmung der Inflation wieder gefährden könnte.

Auch aktuell zeigt sich beispielsweise an den marktimplizierten Zinshöchstständen für die USA, dass das Ende des Zinsanhebungszyklus für den Moment erreicht sein dürfte. Ein negatives Überraschungspotenzial lauert allerdings in den durch den Markt bereits für das erste Quartal 2024 erwarteten Zinssenkungen. Nicht nur sind die Inflation entlastende Basiseffekte dabei auszulaufen, sondern über die Arbeitsmärkte ungemütliche Zweitrundeneffekte können sich auch zu materialisieren beginnen – Hollywood wie auch Detroit lassen exemplarisch aufhorchen. Der seit Wochen stetig steigende Ölpreis und die nahende kühlere Jahreszeit auf der Nordhalbkugel werden weiter inflationär wirken.

Marktimplizierte Leitzins-Höchststände für die USA



Vor diesem Hintergrund werden die Notenbanken keinen Raum für Zinssenkungen haben. Wie im CIO Letter vom August erläutert, führt im Interesse der Glaubwürdigkeit der Notenbanken – des wichtigsten Guts jeder Notenbank – kein Weg an einer Abkühlung der Wirtschaft

vorbei. Das Wachstum muss aufgrund der weiter eingeschränkten Angebotsseite unter das Potenzialwachstum gedrückt werden – keine leichte Aufgabe, lauert doch auf der anderen Seite dieses schmalen Pfades die Rezession.

Der Zinsdruck wird damit bis auf Weiteres bestehen bleiben, auch wenn die attraktiveren laufenden Renditen für diese Risiken entschädigen. Die weiterhin moderaten Risikoaufschläge sprechen allerdings klar gegen eine Erhöhung des Kreditrisikos.

Die Anleihenquote wie auch die Duration bleiben in den Portfolios untergewichtet. Wir halten dagegen Anleihen in Schwellenländern, welche weiterhin einen interessanten Kreditaufschlag aufweisen. Zudem bleiben wir mit einer dedizierten Struktur für eine Normalisierung der Zinskurve positioniert.

Aktien

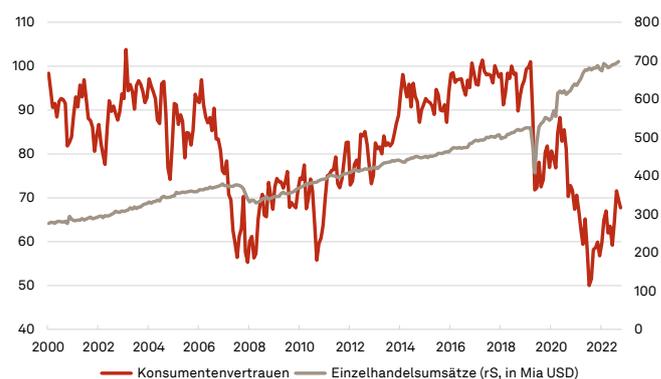
Während die Aktienmärkte sich in der Summe über die letzten Wochen seitwärts bewegen, sind die Kurs-Gewinn-Verhältnisse teils weiter gestiegen – die Gewinne zeigen im Aggregat kein Wachstum und die Preissteigerungen im Markt sind auf eine Bewertungsausweitung zurückzuführen.

Kursstützend wirken neben KI-Fantasien – tatsächlich könnte ein dadurch einsetzender Produktivitätsschub das erwähnte Angebotsproblem mitigieren helfen – eine weiter starke Konsumnachfrage. Vor dem Hintergrund der hohen Verschuldung und der gestiegenen Zinsen mag dies überraschen. Tatsächlich schöpfen Konsumenten viel Zuversicht aus der für sie attraktiven Arbeitsmarktsituation, wodurch vor allem die Sparquote – aktuell auf Tiefstständen – leidet. Entsprechend unsicherer und mit fortlaufender Dauer kritischer fällt

damit die Nachfragesituation aus. Auch wenn durch die Angebotsseite mitverursacht, wird die Inflationsproblematik primär über die Nachfrageseite gelöst werden.

Nach den Gewinnrealisationen im Juni belassen wir die Aktienquote unverändert bei einem Untergewicht.

Konsumentenvertrauen und Konsum USA



Alternative Anlagen

Die alternativen Anlagen in Form von Gold und Kryptoanlagen dienen im Portfoliokontext der Diversifikation.

Währungen

Nach anhaltenden Verlusten zeigte der USD in den letzten Wochen entlang der etwas weniger optimistischen Zinserwartungen wieder etwas Stärke.

Die Fremdwährungsanteile in USD und EUR belassen wir für den Moment unverändert, wobei wir mit den oben erwähnten Goldpositionen auch eine bewusste Diversifikation des USD-Risikos vornehmen.

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.

Anhang

Wirtschafts- und Marktentwicklung

BIP-Entwicklung (E: Konsens)

| | 2022 | 2023E |
|---------|------|-------|
| USA | 2.1% | 2.0% |
| EU | 3.5% | 0.7% |
| Schweiz | 2.7% | 0.8% |

Zentralbanken Leitzinsen

| | 19.09.2023 | Markterwartung |
|---------|------------|----------------|
| USD FED | 5.50% | 5.50% |
| EUR EZB | 4.00% | 4.00% |
| CHF SNB | 1.75% | |

Währungen

| | 19.09.2023 | Prognose |
|---------|------------|-------------|
| EUR/CHF | 0.959 | 0.94 – 0.98 |
| USD/CHF | 0.898 | 0.87 – 0.92 |
| EUR/USD | 1.068 | 1.05 – 1.10 |

Aktienmärkte

| | P/E ø 5J. | P/E 2024E |
|-----------------|-----------|-----------|
| Welt | 18.8x | 16.4x |
| USA | 20.5x | 18.1x |
| Europa | 15.9x | 12.0x |
| Schweiz | 19.7x | 17.0x |
| Schwellenländer | 13.6x | 11.3x |

Marktentwicklung in Lokalwährung

Aktienmärkte

| | QTD | YTD |
|-----------------|-------|-------|
| Welt | -0.1% | 15.3% |
| USA | 0.2% | 17.1% |
| Europa | -0.7% | 10.7% |
| Schweiz | -2.3% | 5.7% |
| Schwellenländer | -0.7% | 4.3% |

Rohstoffe und Alternative

| | QTD | YTD |
|---------------------|--------|-------|
| Gold (USD/Unze) | 0.6% | 5.9% |
| Ölpreis (USD/Brent) | 25.4% | 7.6% |
| Bitcoin USD | -10.5% | 64.0% |

Inflation (E: Konsens)

| | 2022 | 2023E |
|---------|------|-------|
| USA | 8.0% | 4.1% |
| EU | 8.4% | 5.6% |
| Schweiz | 2.9% | 2.3% |

Staatsanleihen (10 Jahre)

| | 19.09.2023 | Prognose |
|-------------|------------|---------------|
| USA | 4.36% | 4.00% – 4.50% |
| Deutschland | 2.74% | 2.5% – 2.85% |
| Schweiz | 1.11% | 1.00% – 1.20% |

Rohstoffe und Alternative

| | 19.09.2023 | Prognose |
|---------------------|------------|-----------------|
| Gold (USD/Unze) | 1'931 | 1'875 – 1'975 |
| Ölpreis (USD/Brent) | 94.3 | 82 – 96 |
| Bitcoin USD | 27'192 | 25'000 – 30'000 |

Div. Rendite

| | Prognose |
|-----------------|----------|
| Welt | 2.0% |
| USA | 1.6% |
| Europa | 3.4% |
| Schweiz | 3.0% |
| Schwellenländer | 2.9% |

Staatsanleihen Rendite (10 Jahre)

| | 19.09.2023 | 30.12.2022 |
|---------|------------|------------|
| USA | 4.36% | 3.87% |
| EU | 2.74% | 2.57% |
| Schweiz | 1.11% | 1.62% |

Währungen

| | QTD | YTD |
|---------|-------|-------|
| EUR/CHF | -1.9% | -3.1% |
| USD/CHF | 0.2% | -2.9% |
| EUR/USD | -2.1% | -0.2% |

Daten per 19. September 2023, QTD: Performance seit Quartalsbeginn, YTD: Performance seit Jahresbeginn