

# Monthly CIO Letter

30. Oktober 2023

Geopolitische Spannungen senden Schockwellen durch die globalen Finanzmärkte. Die fundamentale Situation bleibt unverändert und eine defensive Positionierung mit breiter Diversifikation bleibt Pflicht. Insbesondere der Aktienmarkt hegt weiterhin eine zu positive Erwartung bezüglich der konjunkturellen Entwicklung.



Christoph Boner  
Chief Investment Officer

## Highlights

- Die letzten Entwicklungen im Nahen Osten lassen Anlegerinnen und Anleger vorsichtiger werden.
- Das fundamentale Bild bleibt unverändert. In der nach wie vor heiss-laufenden US-Wirtschaft bleibt der Inflations- und somit der Zinsdruck hoch. Ein Einbremsen der Wirtschaft bleibt weiter das Gebot der Stunde.
- In Europa ist diese Abkühlung bereits sichtbar; dennoch besteht unmittelbar kein Raum für monetäre Stimuli. Das Rezessionsrisiko hat deutlich zugenommen.

## Asset Allocation

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

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

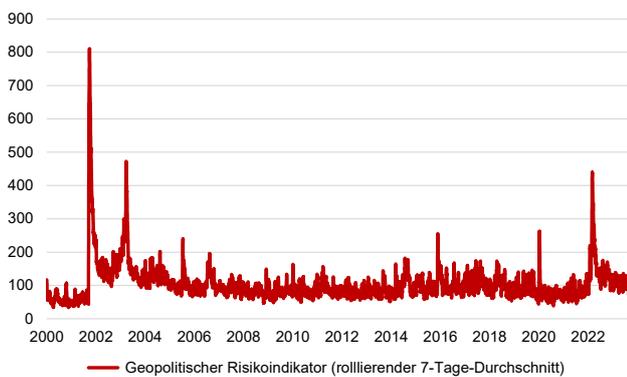
### Asset Allocation

Die Aktienmärkte haben in den letzten Wochen aufgrund der konjunkturellen Unsicherheiten wie auch des zuletzt wieder aufflammenden Konflikts im Nahen Osten an Boden verloren. Nach einem Jahreshöchststand des Weltaktienmarkts Ende Juli – gegen 20% – notieren die Märkte aktuell um 10% tiefer.

Bezüglich der konjunkturellen Entwicklung haben paradoxerweise zuletzt vor allem wieder starke Zahlen der US-Wirtschaft für Unsicherheit gesorgt: ein ungebrochen starker Konsum in Kombination mit einem weiter ausgetrockneten Arbeitsmarkt haben Ängste vor weiteren Zinsanhebungen geschürt. Nicht nur führt eine solchermaßen justierte Erwartung zwangsläufig direkt zu tieferen Preisen an den Märkten; auch das Risiko einer harten Landung wird nicht zuletzt aufgrund der rekordhohen Verschuldung der globalen Wirtschaft mit jedem Zinsschritt grösser.

Die Entwicklungen im Nahen Osten haben zuletzt ebenfalls auf den Märkten gelastet. Auch wenn ökonomisch hinreichend unbedeutend und auch die Parallelen zur Ölkrise in den 70er-Jahren überzogen sind, so hat dies doch – über eine von Investoren verlangte höhere Risikoprämie – die Preise an den Märkten unter Druck gebracht.

Risikoindikator: Zeitungsartikel über geopolitische Spannungen



Die gefühlte Abkehr von einer monopolaren Weltordnung mit Aufbrechen verschiedener globaler Krisen zeigt sich dabei auch in einem deutlichen Anstieg der Berichterstattung zu geopolitischen Spannungen. Soweit sich der zuletzt genannte Konflikt nicht zu einem Flächenbrand ausweitet – und davon ist aktuell zunehmend auf die moderierenden Voten verschiedener beteiligter Blöcke auszugehen – bleibt die Frage der konjunkturellen Entwicklung für den weiteren Marktverlauf entscheidend. Die Aktienquote belassen wir mit 48% für den Moment bei einem leichten Untergewicht.

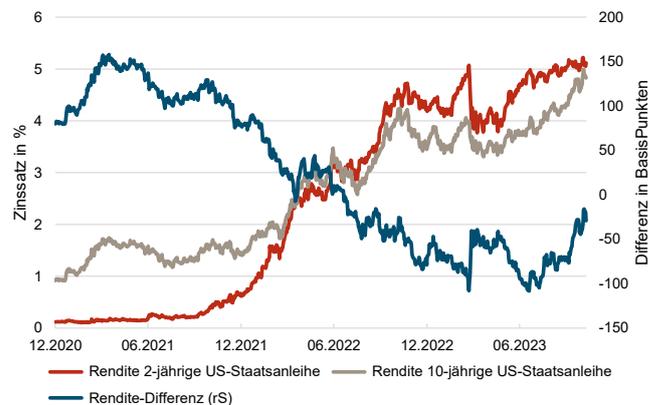
Die Allokation auf zinstragende Papiere bleibt unverändert. Die Anleihenquote für das angeführte Risikoprofil beträgt 40%, wobei wir Anleihen aus

Schwellenländern beigemischt haben. Die Kreditqualität des gesamten Anleihenanteils ist weiter überdurchschnittlich und die Duration liegt unter derjenigen des Gesamtmarkts. Nach der einsetzenden Teilnormalisierung der US-Zinskurve hat ebenfalls die entsprechende Positionierung zur weiteren Verbesserung des Anlageergebnisses beigetragen. Gold und Kryptoanlagen bleiben weiterhin Teil der Allokation, wobei sich deren diversifizierende Eigenschaften in den letzten Wochen deutlich gezeigt haben.

### Anleihen

Auch wenn die Notenbanken zuletzt – mit Ausnahme der SNB – nicht überrascht haben, so bleibt die Volatilität am Zinsmarkt hoch. Zinsen für länger laufende Papiere haben dabei neue Höchststände erreicht und der symbolträchtige Satz auf 10-jährigen US-Staatsanleihen hat mit 5% den höchsten Stand seit Juli 2007 erklommen – dies nach einem Tiefststand von 0.5% im August 2020. Vor dem Hintergrund der weiterhin rekordhohen öffentlichen Schulden dürfte dieser Aufwärtsdruck auf den längeren Zinsen anhalten.

### Normalisierung der US-Zinsstrukturkurve



Die Entwicklung der Zinsstrukturkurve hin zu einer gesünderen Form geht einher mit einem vorläufigen Ende des Zinsanhebungszyklus. Auch wenn zuletzt starke Daten zur US-Wirtschaft einen weiteren Schritt in den Bereich des Möglichen haben rücken lassen, so ist für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung die im Markt gebildete Erwartung bezüglich eines monetären Stimulus über sinkende Leitzinsen entscheidend. Die aktuell bestehenden Erwartungen erster Zinssenkungen für die USA bereits im zweiten Quartal 2024 erscheinen weiterhin etwas sehr optimistisch – dies auch wenn davon ausgegangen werden darf, dass die Fed sehr schnell mit Zinssenkungen auf eine (zu starke) Abkühlung der Wirtschaft zu reagieren versuchen wird; zu gross sind aufgrund der hohen Schuldenstände die Risiken einer Kreditkrise.

Ein mittlerweile deutlich anderes Bild zeigt sich in Europa: Die Inflation ist ebenfalls weiter auf dem Rückzug; die Arbeitsmärkte sind in Teilen genauso

angespannt – nur fehlt das ökonomische Wachstum. Vor diesem Hintergrund wird die EZB am Ende ihres Zinsanhebungszyklus angelangt sein. Auch wenn die EZB stärker noch als die US Fed dem Inflationsziel verpflichtet ist, so könnte doch die Vermutung gewagt werden, dass bei hinreichend grossem konjunkturellen Druck Zinssenkungen früher kommen könnten. Das Rezessionsrisiko bleibt erhöht.

Vor diesem Hintergrund sind auch die Zinsaufschläge auf risikobehafteten Anleihen gegenwärtig als zu tief zu erachten. Die zusätzliche Entschädigung kompensiert nicht für ein in der Breite erhöhtes Ausfallrisiko – mehr noch besteht monetär kein und fiskalisch kaum ein Spielraum für allfällige Stützungen einzelner Schuldner oder gar des Marktes. Eine vorsichtige Kreditpositionierung bleibt Pflicht; auch die Duration wird vor der laufenden Normalisierung der Zinskurve deutlich verkürzt belassen.

### Aktien

Während die aktuellen Rücksetzer an den Aktienmärkten vor allem auf ein erhöhtes Risikobewusstsein der Anleger zurückzuführen ist, hat sich das fundamentale Bild mit Anlaufen der Berichtssaison kaum gewandelt. Entscheidend für den weiteren Verlauf der Aktienkurse wird die konjunkturelle Entwicklung sein und die Frage, inwieweit die aktuell erwartete sogenannte weiche Landung gelingen kann. In Europa wird sich vor dem Hintergrund eines bereits aktuell herrschenden Null-Wachstums die Frage stellen, wie schnell die EZB mittelfristig unter Umständen wieder zu einer stützenden Geldpolitik übergehen könnte.

Tatsache ist, dass das vorliegende Gewinnwachstum nicht genügt, um den Aktienmärkten nachhaltig Schub zu verleihen. Wohl notiert das aktuelle globale Gewinnwachstum mit 4.9% wieder etwas höher als noch vor Quartalsfrist, die mittlerweile deutlich höheren Zinsen verlangen allerdings ein substanziell höheres Gewinnwachstum – ein Gewinnwachstum, das aufgrund des weiterhin rückläufigen Produzentenvertrauens nicht zu erwarten 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 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.

### Produzentenvertrauen und Gewinnentwicklung



Auf der positiven Seite steht eine in Teilen wieder attraktivere Bewertung von einzelnen Marktsegmenten; ebenso könnten kalendarische Effekte auf das Jahresende hin die Aktienmärkte stützen helfen. Diese Faktoren sind allerdings klar zu wenig belastbar. Wir belassen die Aktienquote bei einem Untergewicht, wobei wir in der Umsetzung weiterhin Marktsegmente mit tieferen Betas bevorzugen.

### Alternative Anlagen

Die alternativen Anlagen in Form von Gold und Kryptowährungen dienen im Portfoliokontext der Diversifikation. Dabei lässt sich zeigen, dass insbesondere der Diversifikationseffekt von Kryptowährungen grösser ist, als dies das letzte Jahr vermuten lässt. Aufgrund der vorherrschenden globalen Spannungen dürfte Gold trotz höherer Realzinsen weiter zur Stabilisierung des Portfolios beitragen.

### Währungen

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.

## Anhang

### Wirtschafts- und Marktentwicklung

#### Wirtschafts- und Marktentwicklung

##### BIP-Entwicklung (E: Konsens)

	2022	2023E
USA	1.9%	2.2%
EU	3.5%	0.6%
Schweiz	2.7%	0.8%

##### Inflation (E: Konsens)

	2022	2023E
USA	8.0%	4.2%
EU	8.4%	5.6%
Schweiz	2.9%	2.2%

##### Zentralbanken Leitzinsen

	24.10.2023	Markterwartung
USD FED	5.50%	5.50%
EUR EZB	4.00%	4.00%
CHF SNB	1.75%	

##### Staatsanleihen (10 Jahre)

	24.10.2023	Prognose
USA	4.82%	4.50% – 5.00%
Deutschland	2.83%	2.60% – 3.00%
Schweiz	1.11%	1.00% – 1.20%

##### Währungen

	24.10.2023	Prognose
EUR/CHF	0.946	0.93 – 0.97
USD/CHF	0.893	0.87 – 0.92
EUR/USD	1.059	1.04 – 1.08

##### Rohstoffe und Alternative

	24.10.2023	Prognose
Gold (USD/Unze)	1'971	1'900 – 2'000
Ölpreis (USD/Brent)	88.1	82 – 96
Bitcoin USD	33'651	30'000 – 35'000

##### Aktienmärkte

	P/E ø 5J.	P/E 2024E	Div. Rendite	Prognose
Welt	18.8x	15.6x	2.1%	seitwärts
USA	20.5x	17.4x	1.6%	leicht sinkend
Europa	15.8x	10.6x	3.6%	seitwärts
Schweiz	19.7x	16.0x	3.2%	seitwärts
Schwellenländer	13.7x	10.8x	3.0%	seitwärts

#### Marktentwicklung in Lokalwährung

##### Aktienmärkte

	QTD	YTD
Welt	-1.7%	9.6%
USA	-0.9%	12.1%
Europa	-3.3%	5.6%
Schweiz	-5.3%	-1.0%
Schwellenländer	-3.3%	-1.3%

##### Staatsanleihen Rendite (10 Jahre)

	24.10.2023	30.12.2022
USA	4.82%	3.87%
EU	2.83%	2.57%
Schweiz	1.11%	1.62%

##### Rohstoffe und Alternative

	QTD	YTD
Gold (USD/Unze)	6.6%	8.1%
Ölpreis (USD/Brent)	-4.5%	4.2%
Bitcoin USD	24.3%	103.0%

##### Währungen

	QTD	YTD
EUR/CHF	-2.2%	-4.4%
USD/CHF	-2.4%	-3.4%
EUR/USD	0.2%	-1.1%

Daten per 24. Oktober 2023, QTD: Performance seit Quartalsbeginn, YTD: Performance seit Jahresbeginn