

# Monthly CIO Letter

27. November 2023

Die letzten Zahlen zur Inflationsentwicklung verfestigen die Erwartungen auf ein Ende der Zinsanhebungen. Wie weit diese Erwartungen von Hoffnung getrieben sind, wird sich in den kommenden Monaten zeigen. Die aktuellen Bewertungen lassen sich nur mit mehr gesamtwirtschaftlichem Wachstum oder tieferen Zinsen rechtfertigen.



Christoph Boner  
Chief Investment Officer

## Highlights

- Mit erneut tieferen Inflationszahlen lässt der Druck auf die Notenbanken vorerst nach.
- Die US-Wirtschaft wächst weiterhin über ihrem Potenzial, was allzu baldige Zinssenkungen wenig wahrscheinlich erscheinen lässt.
- Eine vorsichtige Positionierung mit einer kurzen Duration und einem Aktienuntergewicht bleibt Pflicht. Um die aktuellen Bewertungsniveaus halten zu können, bräuchte es mehr Gewinnwachstum.

## Asset Allocation

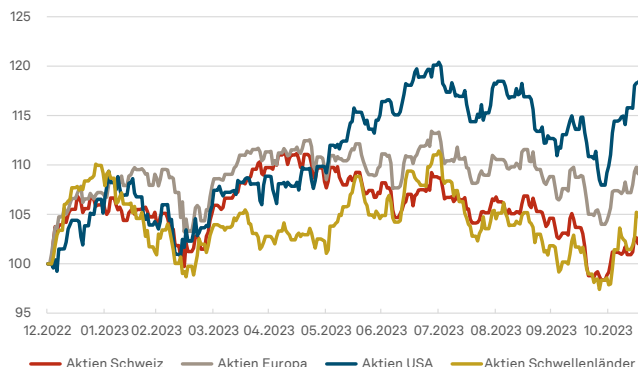
Anlageklassen	Veränderung	--	-	=	+	++
<b>Liquidität</b>	↑				•	
<b>Anleihen</b>	↓		•			
Referenzwährung	↓	•				
Welt	→		•			
Emerging Markets	→					•
Wandelanleihen	→				•	
<b>Aktien</b>	→		•			
Schweiz	↓		•			
Europa	→			•		
USA	→		•			
Pazifik	↑			•		
Emerging Markets	→			•		
<b>Alternative Anlagen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

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

### Asset Allocation

Nach beträchtlichen Einbussen der Aktienmärkte im Oktober zeigen die Kurse im November eine deutliche Gegenbewegung. Gemessen am Welt-Aktienmarkt (in USD) haben die Kurse nach diesem Rücksetzer um über 8% an Wert gewonnen und zeigen eine aktuelle positive Entwicklung für das laufende Jahr von über 16%.

#### Aktienmärkte: Entwicklung 2023



Ursache dieser starken Gegenbewegung war – neben einem überverkauften und von Risikoaversion geprägten Markt nach der Eskalation im Nahen Osten – der abrupte Rückgang der Renditen. So haben diese für 10-jährige US-Staatsanleihen von zwischenzeitlich 5% auf unter 4.5% nachgelassen.

Diese sinkenden Renditen waren vor allem von nachlassenden Inflationszahlen getrieben. Der erneute Rückgang der Inflation hat – auch wenn nach wie vor über dem Zielband liegend – die Hoffnung auf ein Ende des aktuellen Zinszyklus beflügelt; mehr noch werden mittlerweile Zinssenkungen bereits im ersten, spätestens im zweiten Quartal 2024 erwartet. Allfällig wieder auftretender Inflationsdruck wird aktuell weitgehend ausgeblendet; ebenfalls der Umstand, dass zumindest die US-Wirtschaft weiterhin über ihrem Potenzial wächst und dies in Kombination mit engen Arbeitsmärkten Ausgangspunkt für einen erneuten Anstieg der Inflation sein könnte.

Die Aktienquote für ein Mandat mit dem Profil «Ausgewogen» belassen wir mit 48% für den Moment bei einem leichten Untergewicht und nehmen lediglich eine regionale Diversifikation weg von Schweizer Aktien hin zu Aktien der Region Pazifik vor – dies in Antizipation der neuen strategischen Ausrichtung für 2024.

Die Allokation auf zinstragende Papiere wird ebenfalls vor dem Hintergrund der neuen strategischen Ausrichtung leicht reduziert. Aufgrund der künftig breiteren strategischen Aufstellung innerhalb des Anleihensegments werden in einem ersten Schritt Anleihen im Bereich Investment Grade der jeweiligen Referenzwährungen reduziert; die Erträge werden der Liquidität gutgeschrieben. Die Anleihenquote für das

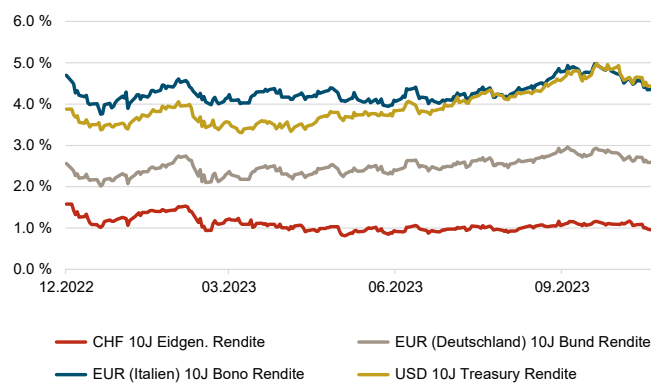
angeführte Risikoprofil beträgt somit neu 36%, wobei Positionen in Schwellenländer-Anleihen bestehen bleiben. Die Kreditqualität des gesamten Anleihenanteils ist weiter überdurchschnittlich und die Duration liegt unter derjenigen des Gesamtmarkts. Ebenfalls bleiben wir für eine weitere Normalisierung der USD-Zinskurve positioniert, was bereits in den letzten Wochen positiv zum Anlageergebnis beigetragen hat.

Gold und Kryptoanlagen bleiben Teil der Allokation, wobei vor allem die Anlagen in die «neuen Währungen» die Wertentwicklung der Portfolios stark positiv beeinflusst haben.

### Anleihen

Während die Kommunikation und das Stillhalten verschiedener Notenbanken zu einer Beruhigung am kurzen Ende und einer relativen Stabilisierung der Leitzinserwartungen geführt haben, blieb vor dem Hintergrund der Unsicherheit über die konjunkturelle Entwicklung die Volatilität am längeren Ende der Zinskurve hoch. So stieg die Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihen auf 5% – immerhin auf den höchsten Stand seit Juli 2007 –, um sich im Verlaufe der letzten Tage wieder auf unter 4.5% zurückzubilden.

#### Entwicklung der 10-jährigen Renditen auf Staatsanleihen



Mit den letzten CPI-Zahlen hat sich die Erwartung an das Ende des Zinszyklus im Markt verfestigt. Auch wenn sich das Fed aktuell die Möglichkeit eines weiteren Zinsschrittes vorbehält, so rechnet der Anleihenmarkt im Gegenteil mit ersten Zinssenkungen bereits zu Ende des ersten Quartals 2024. Ein ähnliches Bild zeigt sich für Europa.

Die Aktien wie auch die Anleihemärkte ziehen eine gehörige Portion Hoffnung aus diesen Erwartungen, was die heftigen Kursanstiege – bei Aktien wie bei Anleihen – der letzten Wochen erklärt. Unklar bleibt allerdings, wieso solche Zinssenkungen dergestalt früh erfolgen sollten; weder die Inflationsentwicklung noch die Situation am Arbeitsmarkt lassen solche Zinssenkungen aktuell opportun erscheinen. Ein naheliegender Grund für eine derart akkommodierende Zinspolitik wäre in einer übermässigen konjunkturellen Abkühlung zu finden

– dies würde allerdings selbstredend die Märkte in der Breite erst einmal unter Druck bringen.

Die Zinsaufschläge auf risikobehafteten Anleihen sind 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. Wohl zeigt die Einschätzung der Kreditwürdigkeit von Grossunternehmen durch spezialisierte Agenturen weiter ein stabiles Bild; betrachtet man allerdings die Entwicklung bei kleineren Unternehmen, so zeigt sich bereits ein deutlicher Anstieg von Ausfällen und Konkursituationen. Eine vorsichtige Kreditpositionierung bleibt Pflicht; auch die Duration wird angesichts der laufenden Normalisierung der Zinskurve deutlich verkürzt belassen.

### Aktien

Die Aktienmärkte bleiben getrieben von der Zinsentwicklung und den diesbezüglichen Erwartungen. Mit einem erwarteten Nachlassen des Zinsdrucks haben die Aktienmärkte in der Breite mit Preisanstiegen reagiert. Nicht nur erlauben (erwartet) tiefere Zinsniveaus höhere Preise; auch sollte sich der daraus resultierende konjunkturelle Stimulus über das höhere Wachstum positiv auf die Gewinnentwicklung der Unternehmen durchschlagen. Auf der anderen Seite nimmt das Risiko einer abrupten Abkühlung der Wirtschaft genauso wie der Druck der gestiegenen Zinsen mit jedem Tag unveränderter Leitzinsen zu. Der aktuelle Modus eines Zuwartens und Beobachtens durch die Notenbanken läuft notgedrungen das Risiko eines Übersteuerns mit der Folge einer sogenannten harten Landung.

Die zum Ende kommende Berichtssaison in den USA zeigt, dass der überwiegende Teil der Unternehmen die avisierten Gewinnziele erreicht hat; ersichtlich wird aber auch eine teilweise Eintrübung des Ausblicks. Ein höheres Wachstum ist in der Situation der gestiegenen Zinsen allerdings notwendig. Gerade dieses Wachstum muss aber durch die Notenbanken über weiterhin

### Redaktion Investment Center

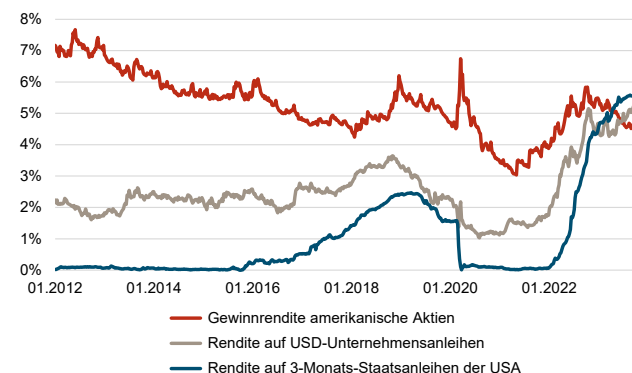
Christoph Boner, CIO (BOC), +41 44 205 12 16, bonerchristoph@pbihag.ch

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.

höhere Zinsen unter das Potenzialwachstum gedrückt werden; nur so kann das Inflationsziel erreicht werden. So bleibt die Feststellung, dass das vorliegende Gewinnwachstum nicht genügt, um die Aktienmärkte nachhaltig weiter ansteigen zu lassen.

### Renditen auf verschiedenen Anlageklassen



So bleibt das aktuelle Ungleichgewicht der Renditen zwischen Aktien und Anleihen bestehen. Auch wenn eine solche Situation naturgemäss anhalten kann – Rücksetzer bei Aktien und/oder tiefere Zinsen stellen den mittelfristig vorgezeichneten Weg hin zu einem Gleichgewicht dar. Der Faktor eines höheren Wachstums ist für den Moment aus dem Spiel.

### Alternative Anlagen

Die alternativen Anlagen in Form von Gold und Kryptoanlagen 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

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

	2022	2023E
USA	1.9%	2.3%
EU	3.5%	0.6%
Schweiz	2.7%	0.8%

#### Zentralbanken Leitzinsen

	21.11.2023	Markterwartung
USD FED	5.50%	5.50%
EUR EZB	4.00%	4.00%
CHF SNB	1.75%	

#### Währungen

	21.11.2023	Prognose
EUR/CHF	0.964	0.93 – 0.97
USD/CHF	0.884	0.87 – 0.92
EUR/USD	1.091	1.07 – 1.10

#### Aktienmärkte

	P/E Ø 5J.	P/E 2024E
Welt	18.8x	16.7x
USA	20.6x	18.7x
Europa	15.8x	12.1x
Schweiz	19.7x	16.8x
Schwellenländer	13.7x	11.4x

#### Marktentwicklung in Lokalwährung

##### Aktienmärkte

	QTD	YTD
Welt	5.4%	17.6%
USA	6.1%	19.9%
Europa	1.5%	10.9%
Schweiz	-1.5%	3.1%
Schwellenländer	3.9%	6.1%

##### Rohstoffe und Alternative

	QTD	YTD
Gold (USD/Unze)	8.1%	9.6%
Ölpreis (USD/Brent)	-8.2%	0.4%
Bitcoin USD	36.1%	122.2%

#### Inflation (E: Konsens)

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

#### Staatsanleihen (10 Jahre)

	21.11.2023	Prognose
USA	4.39%	4.30% – 4.60%
Deutschland	2.57%	2.50% – 2.75%
Schweiz	0.96%	0.90% – 1.05%

#### Rohstoffe und Alternative

	21.11.2023	Prognose
Gold (USD/Unze)	1'998	1'950 – 2'050
Ölpreis (USD/Brent)	82.5	77 – 85
Bitcoin USD	36'841	33'000 – 38'000

#### Div. Rendite

	Div. Rendite	Prognose
Welt	2.0%	seitwärts
USA	1.5%	seitwärts
Europa	3.4%	seitwärts
Schweiz	3.1%	seitwärts
Schwellenländer	2.9%	seitwärts

##### Staatsanleihen Rendite (10 Jahre)

	21.11.2023	30.12.2022
USA	4.39%	3.87%
EU	2.57%	2.57%
Schweiz	0.96%	1.62%

##### Währungen

	QTD	YTD
EUR/CHF	-0.4%	-2.6%
USD/CHF	-3.5%	-4.4%
EUR/USD	3.2%	1.9%

Daten per 21. November 2023, QTD: Performance seit Quartalsbeginn, YTD: Performance seit Jahresbeginn