

Monthly CIO Letter

18. Dezember 2023

Der Optimismus bezüglich eines geldpolitischen Rückenwinds besteht weiter. Wie dies mit einem prognostizierten «Soft Landing» einhergehen soll, bleibt dabei geflissentlich unerklärt. Die Empirie spricht dagegen: Nicht nur ist ein solcher Ausgang kaum je gelungen. Mehr noch: Je mehr darauf gehofft wurde, desto weniger ist er eingetreten.



Christoph Boner
Chief Investment Officer

Highlights

- Im Gegensatz zum Wetter zeigte sich der November für Anlegerinnen und Anleger an den Kapitalmärkten von einer attraktiven Seite.
- Nachlassender Inflationsdruck nährt die Hoffnung auf baldige Zinssenkungen, was Aktien wie auch Anleihen bezüglich Wertentwicklung den zweitbesten Monat des Jahres bescherte.
- Die negativen Effekte der rapiden Zinsanhebungen der letzten Monate in Kombination mit rekordhohen Schuldenständen dürften noch nicht ausgestanden sein.

Asset Allocation

Anlageklassen	Veränderung	--	-	=	+	++
Liquidität	↑					•
Anleihen	➡		•			
Referenzwährung	➡		•			
Welt / Themen	➡		•			
Emerging Markets	➡			•		
Wandelanleihen	➡				•	
High Yield	➡	•				
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

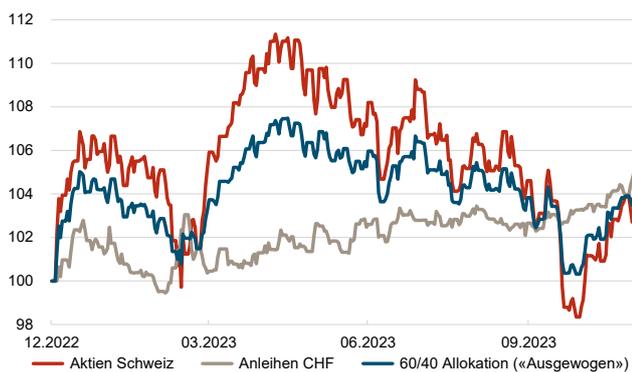
Asset Allocation

Nach einem für Anlegerinnen und Anleger ansprechenden Monat November zeigt auch die erste Dezemberhälfte weitgehend positive Preisentwicklungen an den Märkten, was das Jahr 2023 zu einem erfreulichen Anlagejahr werden lassen dürfte.

Während Aktien gemessen am Weltaktienindex (in USD) beinahe 20% höher notieren als zu Beginn des Jahres, zeigen auch die verschiedenen globalen Anleihsensegmente eine deutliche positive Wertentwicklung mit Zuwächsen von 2% für qualitativ hochwertige Papiere bis teilweise über 10% für Papiere schwächerer Schuldner.

Auch für ein einfaches Portfolio bestehend aus 60% Schweizer Aktien und 40% CHF-Anleihen von guter Qualität zeigt sich per dato eine Wertentwicklung von über 4%.

60/40 Allokation Aktien und Anleihen: Entwicklung 2023



Die langsamere Wertentwicklung der dargestellten Schweizer Allokation ist dabei auf das weiterhin tiefere Zinsniveau in CHF, aber auch auf einen im internationalen Vergleich schwächeren Schweizer Aktienmarkt zurückzuführen. Ein breiteres Anlageuniversum hat auch 2023 zu einem besseren Anlageergebnis verholfen. Mit der Anlagestrategie 2024 wird die Anlageklassen-abdeckung weiter verbreitert und durch ein konsequentes Währungsmanagement nicht nur die Strategie optimiert, sondern auch die Flexibilität in der taktischen Allokation erhöht.

Vor diesem Hintergrund wird die Aktienquote im Profil «Ausgewogen» auf 45% gesenkt, womit diese auf die neue strategische Aktienquote zu liegen kommt. Die Reduktion erfolgt dabei schwergewichtig über die Region Schweiz, welche künftig aufgrund der breiteren Diversifikation strategisch tiefer gewichtet wird.

Die Allokation auf zinstragenden Papieren wird für den Moment unverändert belassen. Mit einer kurzen Duration und einer hohen Kreditqualität bleibt das Portfolio solide und defensiv positioniert. Die Anleihenquote für das angeführte Risikoprofil beträgt

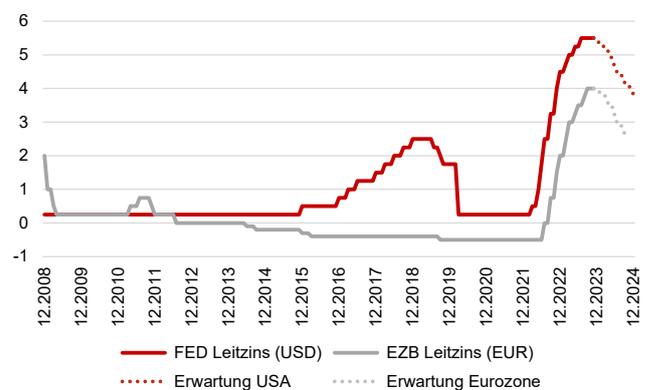
36%, wobei Positionen in Schwellenländer-Anleihen bestehen bleiben. Ebenfalls bleiben wir für eine weitere Normalisierung der USD-Zinskurve positioniert. Auch wenn künftig Teil der strategischen Allokation, halten wir weiterhin keine Papiere im tieferen Kreditsegment der «High Yield»-Anleihen – insbesondere sind nach den letzten Einengungen die Kreditaufschläge auf schlechte Kreditqualitäten klar zu tief.

Gold und Kryptoanlagen sind weiterhin Teil der Allokation, wobei wir Gold ab 2024 als strategische Quote halten werden. Kryptoanlagen bleiben eine taktische Beimischung.

Anleihen

Die in den letzten Wochen starke Wertentwicklung an den Anleihenmärkten war von zwei Faktoren getrieben: Zum einen hat die Erwartung an baldige Zinssenkungen die länger laufenden Zinsen teilweise regelrecht einbrechen lassen. Zum anderen hat die Hoffnung auf ein sogenanntes «Soft Landing» dazu geführt, dass Kreditrisikoaufschläge sich in der Breite zurückgebildet haben.

Leitzinsen und marktimplizierte Erwartungen



Beide Erwartungen sind Ausdruck eines vorherrschenden Optimismus, dass das Einfangen der Inflation über eine Verknappung des Geldes nicht in eine Rezession mündet. Dieser Optimismus ist tatsächlich empirisch kaum zu rechtfertigen: Notenbanken haben in der Vergangenheit immer wieder gezeigt, wie übersteuerungsanfällig sie sind. Verkomplizierend kommt hinzu, dass die Wirtschaft in den letzten Monaten aufgrund verschiedener Sondereffekte, wie fiskalischer Unterstützungen, ausserordentlich tiefer Arbeitslosenzahlen sowie dem Auflösen von Erspartem nach den Pandemie-Einschränkungen einen hohen Grad an Resilienz gegenüber einer verknappenden Geldpolitik gezeigt hat. Mit engeren (staatlichen) Budgets, einer weitergehenden Normalisierung der Angebotsseite und einer aktuell rekordtiefen Sparquote dürfte die aggregierte Nachfrage bei ersten Schwächezeichen durchaus zügig nachgeben. Nimmt man den bremsenden Umstand aktuell steigender Realzinsen

hinzu, ergibt sich eine Gemengelage, welche erfahrungsgemäss problemlos in eine mittelschwere Rezession mit einer wirtschaftlichen Kontraktion im Bereich von 1% bis 3% münden kann. Selbstredend sind im Falle einer solchen Entwicklung Zinssenkungen zur Abfederung des Abschwungs zu erwarten: Entscheidend ist, dass in einem solchen Szenario der Abschwung vor den Zinssenkungen erfolgt. Für eine umgedrehte Reihenfolge und ein «Soft Landing» sind die Inflationswerte nach wie vor zu hoch und das Risiko der Zweitrundeneffekte zu präsent.

Die Zinsaufschläge auf risikobehafteten Anleihen sind folgerichtig als gegenwärtig zu tief zu erachten. Die zusätzliche Entschädigung kompensiert nicht für ein in der Breite erhöhtes Ausfallrisiko aufgrund einer wirtschaftlichen Abkühlung. Eine vorsichtige Kreditpositionierung bleibt Pflicht; auch die Duration wird deutlich verkürzt belassen.

Aktien

Entlang den Erwartungen an einen nachlassenden geldpolitischen Druck und den tieferen Kreditaufschlägen haben Aktien höher zu notieren begonnen. Auch wenn wie ausgeführt fundamental kaum gerechtfertigt, könnte diese Entwicklung auch über die kommenden Wochen anhalten.

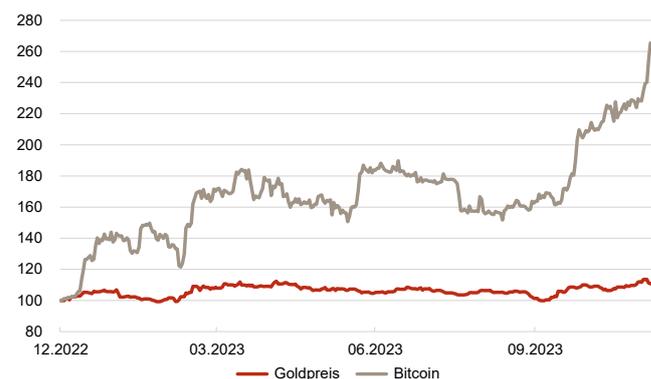
Gründe dafür sind allerdings teilweise rein technischer Natur. Beispielsweise können (vermeintliche) Kalendereffekte bemüht werden: Neben einem (wohl mal wieder) positiven Jahresausklang an den Märkten könnte der Umstand, dass 2024 in den USA Wahlen anstehen, die Aktien weiter unterstützen. Auf Seite der Unternehmen ist weiter ein deutlicher Anstieg der Zahl von Aktienrückkaufprogrammen zu beobachten: Auch wenn dies in der mittleren Frist kein positives Zeichen ist – kurzfristig hilft dies den Aktienmärkten aufgrund der dadurch erfolgenden Gewinnverdichtung. Nicht zuletzt können auch Fantasien und Wachstumserwartungen aufgrund des technologischen Fortschrittes – «Künstliche Intelligenz» als Stichwort – die Märkte weiter beflügeln. Sollten sich diese Fantasien als mehr

als nur Hoffnungen entpuppen, so liesse sich tatsächlich auch ein Teil der aktuellen Aktienbewertungen – wie im letzten CIO Letter ausgeführt – nachhaltig rechtfertigen. Vor diesem Hintergrund einer zu erwartenden Abkühlung bleibt Diversifikation Pflicht. Wie angeführt wird die Aktienquote in den einzelnen Profilen an die neuen strategischen Quoten herangeführt, womit vor allem im Schweizer Aktienmarkt Gewinnmitnahmen getätigt werden.

Alternative Anlagen

Die alternativen Anlagen Gold und Kryptos haben auch in den letzten Wochen deutlich an Wert zugelegt, ohne dabei ihr Diversifikationspotenzial zu verlieren. Aufgrund der vorherrschenden globalen Spannungen dürfte Gold trotz höherer Realzinsen weiter zur Stabilisierung des Portfolios beitragen. Sollten Zinsen ins Rutschen kommen, dürften beide Anlagen weiter an Wert gewinnen.

Goldpreis und Bitcoin 2023 (indexiert)



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.

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	1.9%	2.4%
EU	3.5%	0.5%
Schweiz	2.7%	0.8%

Zentralbanken Leitzinsen

	14.12.2023	Markterwartung
USD FED	5.50%	5.50%
EUR EZB	4.00%	4.00%
CHF SNB	1.75%	

Währungen

	14.12.2023	Prognose
EUR/CHF	0.954	0.93 – 0.97
USD/CHF	0.868	0.87 – 0.91
EUR/USD	1.099	1.06 – 1.10

Aktienmärkte

	P/E ø 5J.	P/E 2024E
Welt	18.9x	17.2x
USA	20.6x	19.4x
Europa	15.8x	12.7x
Schweiz	19.7x	17.8x
Schwellenländer	13.7x	11.3x

Marktentwicklung in Lokalwährung

Aktienmärkte

	QTD	YTD
Welt	10.0%	22.8%
USA	10.5%	24.9%
Europa	6.2%	16.0%
Schweiz	2.1%	6.8%
Schwellenländer	2.7%	4.9%

Rohstoffe und Alternative

	QTD	YTD
Gold (USD/Unze)	10.2%	11.6%
Ölpreis (USD/Brent)	-12.8%	-4.4%
Bitcoin USD	58.8%	159.3%

Inflation (E: Konsens)

	2022	2023E
USA	8.0%	4.1%
EU	8.4%	5.5%
Schweiz	2.9%	2.2%

Staatsanleihen (10 Jahre)

	14.12.2023	Prognose
USA	3.92%	3.80% – 4.20%
Deutschland	2.12%	2.00% – 2.30%
Schweiz	0.66%	0.55% – 0.80%

Rohstoffe und Alternative

	14.12.2023	Prognose
Gold (USD/Unze)	2'036	1'950 – 2'050
Ölpreis (USD/Brent)	76.6	70 – 80
Bitcoin USD	42'995	38'000 – 45'000

Div. Rendite

	Prognose
Welt	seitwärts
USA	seitwärts
Europa	seitwärts
Schweiz	seitwärts
Schwellenländer	seitwärts

Staatsanleihen Rendite (10 Jahre)

	14.12.2023	30.12.2022
USA	3.92%	3.87%
EU	2.12%	2.57%
Schweiz	0.66%	1.62%

Währungen

	QTD	YTD
EUR/CHF	-1.4%	-3.6%
USD/CHF	-5.2%	-6.2%
EUR/USD	4.0%	2.7%

Daten per 14. Dezember 2023, QTD: Performance seit Quartalsbeginn, YTD: Performance seit Jahresbeginn