

# Monthly CIO Letter

22. Januar 2024

Die Frage zum Zeitpunkt der ersten Zinssenkungen bleibt auch im neuen Jahr zentral. Mit ersten erwarteten Zinsschritten im März bleibt der Markt optimistisch. Nicht nur könnte diese Hoffnung enttäuscht werden; verschiedene andere und insbesondere auch geopolitische Risiken könnten die Märkte unter Druck bringen. Wir bleiben vorsichtig positioniert.



Christoph Boner  
Chief Investment Officer

## Highlights

- Nach starken zwei letzten Monaten im Jahr 2023 verharrt der Markt aktuell in einer Orientierungslosigkeit.
- Die Erwartungen auf baldige Zinssenkungen wurden in den letzten Tagen durch verschiedene makroökonomische Indikatoren relativiert.
- Auch weitere exogene und insbesondere geopolitische Faktoren können die Märkte in den kommenden Wochen und Monaten negativ beeinflussen.

## Asset Allocation

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

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

## Asset Allocation

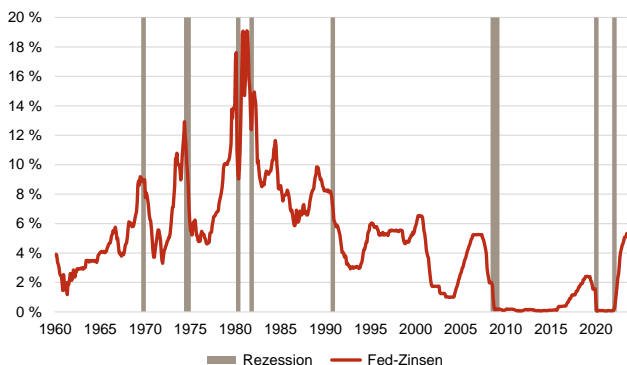
2023 zeigt sich aus Anlegersicht von einer attraktiven Seite. Während sich der Weltaktienmarkt mit einem Zugewinn von über 20% (in USD) unter die besten drei der letzten dreissig Jahre einreicht, hat auch der Anleihenmarkt mit knapp 6% Zugewinn eine überdurchschnittlich gute Wertentwicklung gezeigt.

Während nachlassende Inflationswerte im Herbst die Marktteilnehmer auf ein Ende des Zinszyklus hoffen liessen, hat die entsprechende Bestätigung durch das Fed im Dezember die Aktien – wie auch die Anleihenmärkte – geradezu beflügelt.

In dieses Bild passt auch die weiterhin bestehende Hoffnung auf eine weiche Landung. Auch wenn die Erfahrung dagegenspricht: Insbesondere aufgrund der weiterhin robusten gesamtwirtschaftlichen Nachfrage und der in Teilen stark angebotsseitig getriebenen Inflation der letzten Monate soll eine weiche Landung ohne eine tiefe Rezession diesmal gelingen.

Gleichzeitig werden vorherrschende geopolitische Risiken weitgehend ausgeblendet und ebenfalls dürften anstehende Wahlen im laufenden Jahr – mehr als die Hälfte der Weltbevölkerung ist 2024 an die Urne gerufen – nicht spurlos an den Märkten vorbeigehen.

### Leitzinsen und Rezessionen



Aufgrund dieser positiven Grundstimmung mit entsprechend nicht vernachlässigbarem Risiko einer Enttäuschung – langsamer als erwartete Zinssenkungen oder auch das Eintreten einer harten Landung wie auch politischer Verwerfungen – senken wir die Aktienquote nach den Gewinnmitnahmen im Dezember auf ein Untergewicht von neu 42% für ein ausgewogenes Profil. Dies vergleicht sich mit einer strategischen Aktienquote von 45%. Die Reduktion wird dabei vorwiegend über europäische Papiere vorgenommen.

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 die Kreditaufschläge auf schlechte Kreditqualitäten klar zu tief.

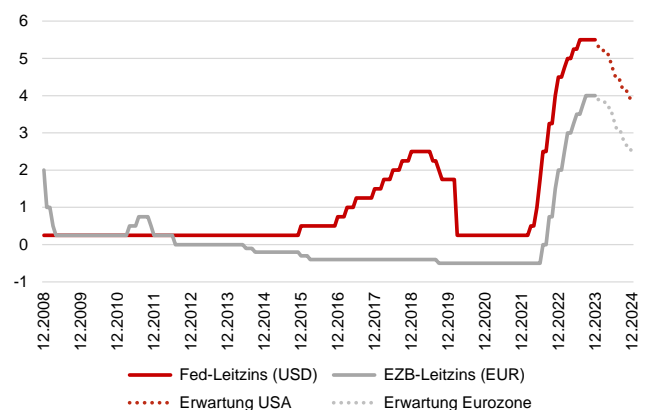
Gold und Kryptoanlagen sind weiterhin Teil der Allokation. Während Gold gerade auch vor dem Hintergrund geopolitischer Verschiebungen einen Diversifikations- und Absicherungscharakter besitzt, zeigt die Zulassung von Krypto-ETFs in den USA die weitere Institutionalisierung dieser neuartigen Währungen. Dies dürfte nach einem äusserst starken 2023 auch in Zukunft der Wertentwicklung dieser Beimischung zuträglich sein.

## Anleihen

Wie bereits im CIO Letter vom November ausgeführt, hat sich im Herbst 2023 eine Diskrepanz zwischen den Notenbankaussagen – konkret hiess es höhere Zinsen für einen längeren Zeitraum – und den Erwartungen der Marktteilnehmer – sinkende Zinsen auf absehbare Zeit – aufgetan. Während es sich grundsätzlich nicht lohnt, sich gegen die Notenbank zu stellen, so ist diesmal mit der im Dezember durch das Fed erfolgten Ankündigung von ersten Zinsschritten im 2024 die erste Runde zugunsten der Anleger ausgegangen. Entsprechend haben die Kurse sämtlicher Anlagen mit grossen Zugewinnen reagiert.

Jedoch: Mit Nachziehen der Notenbanken haben sich die Erwartungen der Marktteilnehmer bezüglich anstehender Zinssenkungen weiter verstärkt. Wurden vor dem Dezember noch drei bis vier Zinssenkungen mit einem ersten Schritt im Juni 2024 erwartet, so hat sich diese Erwartung zwischenzeitlich auf sechs bis sieben Schritte mit Beginn im März 2024 und einem Jahresendwert von unter 4% hochgeschraubt. Das negative Überraschungspotenzial hat mithin – wenn auch auf höheren Preisenniveaus – so doch unverändert Bestand.

### Leitzinsen und marktimplizierte Erwartungen



Nicht nur ist diese Erwartung äusserst optimistisch und hat damit erneut ein Enttäuschungspotenzial entstehen lassen; verschiedene Makroindikatoren haben zu Beginn des neuen Jahres die Zinserwartungen bereits wieder relativiert. Nicht nur sind die Inflationswerte weiterhin über den für die Notenbanken akzeptablen Niveaus. Die weiterhin angespannten Arbeitsmärkte bergen weiter das Risiko von Zweitrundeneffekten. Wir gehen davon aus, dass die Notenbanken – nachdem sie sich in den letzten beiden Jahren von der Inflationsentwicklung haben überraschen lassen – sich bezüglich der Inflationsbekämpfung keine weitere Blösse mehr geben werden. Ein Übersteuern bleibt das vorherrschende Risiko und für Senkungen im Ausmass der aktuell bestehenden Erwartungen besteht klar kein Raum.

Vorbehalten bleiben exogene Schocks. Solche könnten Notenbanken zu vorzeitigen, stabilisierenden Zinssenkungen bewegen. Überhaupt ist dieses Risiko für die kommenden Monate nicht vernachlässigbar. Nicht nur werden momentan geopolitische Risiken weitgehend ausgeblendet. Auch die verschiedenen anstehenden Wahlen von Europa über Indien bis hin zu den USA bergen Potenzial für Überraschungen.

Im Zuge dieses moderaten makroökonomischen Bildes sind auch die Zinsaufschläge auf risikobehafteten Anleihen weiterhin zu tief. Eine vorsichtige Kreditpositionierung bleibt Pflicht; auch die Duration wird deutlich verkürzt belassen.

### Aktien

Das positive Bild von anstehenden Zinssenkungen wie auch einer sanften Landung der Wirtschaft hat die Aktienmärkte in den letzten Wochen stark beflügelt. Die Risiken sind dabei evident: verzögerte oder geringer als erwartete Zinssenkungen, eine harte Landung mit rezessiven Einschlägen genauso wie auch exogene Schocks.

### 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.

Während die Bewertung der Aktien gemessen an den Kurs-Gewinn-Verhältnissen weiterhin fair ist, bleibt die Situation insofern im Ungleichgewicht, als dass beim aktuell vorherrschenden Zins- und Aktienmarktniveau sich ein höheres Gewinnwachstum einstellen müsste, beispielsweise über Produktivitätsfortschritte durch technischen Fortschritt, oder sich dann eben die Zinsen in erwähnt aggressiver Manier zurückbilden müssten. Die anlaufende Berichtssaison wird hierzu mehr Aufschluss geben.

Das mangelnde Gewinnwachstum, die überzogenen Zinserwartungen, das Risiko exogener geopolitischer Schocks und nicht zuletzt die weiterhin tief notierenden Risikoindikatoren – implizite Aktienmarktvolatilitäten als Stichwort – sprechen klar für eine Untergewichtung, wobei wir vor allem im Bereich der europäischen Aktienwerte Gewinne realisieren.

### 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 die Zinsen ins Rutschen kommen, dürften beide Anlagen weiter an Wert gewinnen.

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

#### Zentralbanken Leitzinsen

	16.01.2024	Markterwartung
USD FED	5.50%	5.50%
EUR EZB	4.00%	4.00%
CHF SNB	1.75%	

#### Währungen

	16.01.2024	Prognose
EUR/CHF	0.937	0.93 – 0.97
USD/CHF	0.862	0.85 – 0.89
EUR/USD	1.088	1.06 – 1.10

#### Aktienmärkte

	P/E ø 5J.	P/E 2024E
Welt	19.0x	17.5x
USA	20.7x	19.7x
Europa	15.8x	12.3x
Schweiz	19.8x	17.8x
Schwellenländer	13.8x	11.5x

#### 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)	-1.7%	-1.7%
Ölpreis (USD/Brent)	1.6%	1.6%
Bitcoin USD	3.6%	3.6%

#### Inflation (E: Konsens)

	2022	2023E
USA	8.0%	4.1%
EU	8.4%	5.4%
Schweiz	2.9%	2.2%

#### Staatsanleihen (10 Jahre)

	16.01.2024	Prognose
USA	4.06%	3.80% – 4.20%
Deutschland	2.26%	2.10% – 2.40%
Schweiz	0.84%	0.75% – 0.95%

#### Rohstoffe und Alternative

	16.01.2024	Prognose
Gold (USD/Unze)	2'028	1'950 – 2'050
Ölpreis (USD/Brent)	78.3	70 – 80
Bitcoin USD	43'434	38'000 – 45'000

#### Div. Rendite

	Prognose
Welt	leicht tiefer
USA	leicht tiefer
Europa	leicht tiefer
Schweiz	leicht tiefer
Schwellenländer	leicht tiefer

##### Staatsanleihen Rendite (10 Jahre)

	16.01.2024	29.12.2023
USA	3.92%	3.87%
EU	2.12%	2.57%
Schweiz	0.66%	1.62%

##### Währungen

	QTD	YTD
EUR/CHF	0.9%	0.9%
USD/CHF	2.4%	2.4%
EUR/USD	-1.5%	-1.5%

Daten per 16. Januar 2024, QTD: Performance seit Quartalsbeginn, YTD: Performance seit Jahresbeginn