

Monthly CIO Letter

18. Februar 2022

Das Säbelrasseln auf der politischen Weltbühne belastet aktuell die Märkte. Trotz nachlassendem Wirtschaftswachstum und zunehmendem Zinsdruck bleibt der Ausblick positiv. Stärkere Schwankungen dürften uns auch in den kommenden Wochen begleiten.



Christoph Boner
Chief Investment Officer

Highlights

- Politische Spannungen sorgen weiter für Unruhe an den Aktienmärkten.
- Höhere Unsicherheiten führen zu Kursrücksetzern bei risikobehafteten Anlagen.
- Das fundamentale Bild bleibt für den Moment davon unberührt konstruktiv.
- Höhere Schwankungen und grössere Dispersionen erfordern eine breitere Diversifikation und Risikostreuung.

Positionierung

| 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: ggü. Vormonat | Positionierung: -- stark untergewichtet | - untergewichtet | = neutral | + übergewichtet | ++ stark übergewichtet

Asset Allocation

Auch vor dem Hintergrund der letzten politischen Verstimmungen und dem bestehenden Eskalationspotenzial im russisch-ukrainischen Verhältnis halten wir an unserem Grundszenario einer weiter anhaltenden wirtschaftlichen Erholung fest. Obschon der Zenit dieser Entwicklung überschritten ist, bleiben wir in unserer Allokation klar wachstumsorientiert.

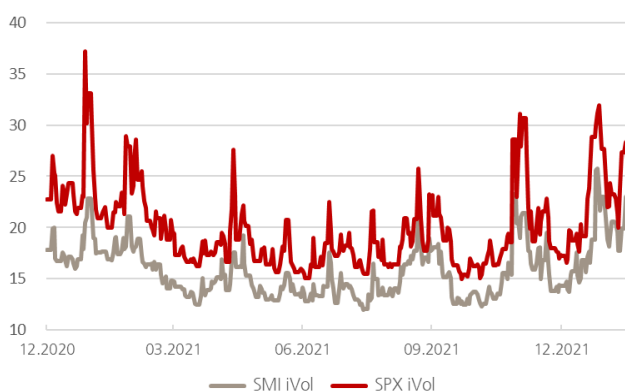
Während das fundamentale Bild einer weitergehenden Erholung bei sich abschwächendem Wachstum unverändert Gültigkeit hat, erachten wir die aktuellen Rücksetzer primär als Ausdruck einer gestiegenen Risikoaversion der Marktteilnehmer. Mit einer Entspannung der politischen Situation dürfte eine breite Erholung einsetzen.

Die Aktienquote für ein ausgewogenes Risikoprofil behalten wir bei 50%. Mit der Beimischung von Wandelanleihen erhöhen wir bewusst das Netto-Aktienrisiko weiter, ohne ein übermässiges Verlustrisiko einzugehen.

Im Bereich der Anleihen halten wir die Quote am unteren Ende der möglichen Allokation. Eine ausgewogene Strategie weist eine Anleihequote von 30% auf; die Duration halten wir weiterhin tief. Aufgrund der in den letzten Wochen gestiegenen Zinsen erachten wir eine selektive Erhöhung der Quote, vor allem im USD, als mögliche Opportunität für konservative Profile.

Mit der aktuell höheren Marktvolatilität und der zunehmenden Dispersionen im Markt kommt der systematischen Risikostreuung im Portfolio eine grosse Bedeutung zu. Wir halten folgerichtig an unseren Positionen in Gold wie auch in Krypto-Anlagen fest.

Gestiegene implizite Volatilitäten im Aktienmarkt



Anleihen

Die Bewegungen am Anleihenmarkt erreichten in den letzten Wochen lange nicht mehr beobachtete Magnituden. So stieg in den USA die Rendite der zehnjährigen Staatsanleihen zwischenzeitlich auf über 2% – seit Mai 2019 lag die Rendite nicht mehr über diesem Wert. Auch in Schweizerfranken rentieren mittlerweile Staatsanleihen mit einer vierjährigen Laufzeit wieder positiv, während der zehnjährige Eidgenosse bei einer Verfallsrendite von 0.32% notiert.

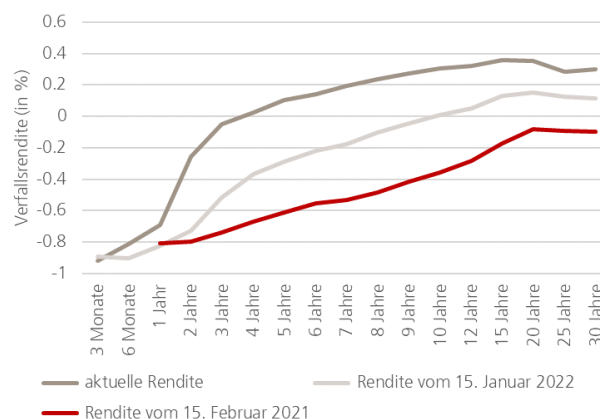
Während die Zinsen vor dem Hintergrund der Inflationsorgen und der entsprechend zu erwartenden Interventionen der Notenbanken in sämtlichen Laufzeiten gestiegen sind, zeigt sich im mittleren Bereich eine relativ stärkere Bewegung, welche in den längeren Laufzeiten zu einer teilweisen Invertierung der Zinsstrukturkurven geführt hat.

Gleichzeitig mit dem Ansteigen der risikofreien Zinssätze sind die Kreditrisikoaufschläge in verschiedenen Segmenten in den letzten Wochen ebenfalls deutlich gestiegen, liegen aber weiterhin unter historischen Durchschnittswerten.

Die aktuellen Zinsstrukturkurven, in Verbindung mit einer überzogenen Markterwartung bezüglich der zu erwartenden Zinschritte, eröffnen im mittleren Laufzeitensegment punktuell Anlagemöglichkeiten für konservative Allokationen – dies vor allem im USD.

Strukturell deutlich längere Laufzeiten und durchschnittlich schlechtere Kreditqualitäten im Gesamtanleihenmarkt lassen uns jedoch weiterhin in der Anlageklasse der Festverzinslichen grundsätzlich vorsichtig positioniert sein.

Zinsstrukturkurve CHF: Veränderungen



Aktien

Das vor einem Monat angesprochene geopolitische Risiko im Zusammenhang mit dem russischen Truppenzusammenzug an der ukrainischen Grenze ist in den Vordergrund gerückt. Ein drohender Krieg in Europa mit damit einhergehenden unklaren wirtschaftlichen Folgen hat die Risikoaversion der Anleger steigen lassen und in den Aktienmärkten zu Rücksetzern geführt. Politische Börsen sind schwer einschätzbar – haben aber oftmals kurze Beine.

In unserem Basisszenario gehen wir von einer nachhaltigen Deeskalation aus, was die laufende wirtschaftliche Erholung bei Anlegerinnen und Anlegern wieder an Relevanz gewinnen liesse, mit zu erwartenden Kurserholungen. Der von Russland angekündigte erste Truppenabzug ist dafür ein ermutigendes Zeichen, könnte aber auch nur eine Finte sein.

Entsprechend der fortgeschrittenen gesamtwirtschaftlichen Erholung ist auch weiterhin von einer höheren Volatilität auszugehen, was zusammen mit einer grösseren Dispersion im Markt (siehe folgende Tabelle: Industriegruppen in Europa) empirisch kein aussergewöhnliches Phänomen darstellt und insofern nicht zu weiterer Besorgnis Anlass gibt. Ein bewusst selektives Vorgehen, in Kombination mit einer breiten Diversifikation, ist in einer solchen Marktphase zentral.

Performancedifferenz zwischen verschiedenen Industriegruppen im europäischen Aktienmarkt (per 15. Februar 2022)

| | Q1 2021 | Q2 2021 | Q3 2021 | Q4 2021 | YTD 2022 |
|---------------|---------|---------|---------|---------|----------|
| 90%-Perzentil | 19.13% | 12.06% | 6.42% | 12.67% | 10.86% |
| 10%-Perzentil | -0.61% | -4.62% | -6.85% | -0.38% | -10.18% |
| Differenz | 19.74% | 16.68% | 13.27% | 13.05% | 21.04% |

Die Aktienbewertung in der Summe ist mit den letzten Kursbewegungen attraktiver geworden.

Bewertung (P/E) hat sich in der Korrektur reduziert



Weitere Kursrücksetzer betrachten wir zunehmend als Kaufgelegenheit. Für den Moment halten wir die Aktienquote neutral.

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
 David Lussmann, (LUD), +41 44 205 12 55, lussmandavid@pbihag.ch

Disclaimer: Diese Publikation dient ausschliesslich zu Werbe- und Informationszwecken des Empfängers und ist nicht zur Weitergabe an Dritte bestimmt. Diese Publikation stellt keine Offerte, keine Einladung zur Offertstellung und keine Empfehlung dar. Es erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit und Richtigkeit. Die darin 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 welche 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 Dokumentes ausgeschlossen. Diese Publikation stellt keine Anlageberatung dar 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 auch wenn Sie spezifisches Informationsmaterial wie allfällige Prospekte und Basisinformationsblätter einzusehen wünschen. Dieses Dokument richtet sich keinesfalls an US-amerikanische, kanadische oder britische Bürger oder natürliche oder juristische Personen mit Wohnsitz oder Sitz in den Vereinigten Staaten, Kanada oder Grossbritannien, noch an Personen, die irgendwelchen Restriktionen (zum Beispiel aufgrund ihrer Nationalität oder ihres Wohnsitzes) bezüglich in diesem Dokument festgehaltenen Informationen unterliegen.

Alternative Anlagen

Die alternativen Anlagen dienen im Portfoliokontext der weiteren Diversifikation und Stabilisierung des Portfolios. So haben die bestehenden Goldpositionen über die letzten Tage an Wert gewonnen. Auch die Anlagen in Kryptowährungen zeigen weiter ihre dekorrelierenden und somit stabilisierenden Eigenschaften für die Gesamtallokation des Portfolios. Aus taktischen Überlegungen halten wir an beiden Positionen fest.

Entwicklung des Goldpreises



Währungen

Aufgrund des schnelleren Anstiegs der USD Leitzinsen gehen wir weiter von einem leichten Erstarren des USD aus. Von einer Absicherung des USD sehen wir im Moment ab. Bezüglich der EUR/CHF Relation spricht die unterschiedliche Inflationsentwicklung für ein weiteres Erstarren des CHF. Interventionen der SNB dürften hierbei allerdings der Entwicklung gegenüber dem EUR eine Untergrenze setzen. Wir sichern EUR Positionen aktuell nicht ab.