

# Monthly CIO Letter

24. Juni 2022

Die Notenbanken dominieren weiter das Geschehen an den Finanzmärkten. In ihrem Bemühen, die Inflationsentwicklung in den Griff zu bekommen, agieren Sie aktuell mit teils grosser Verve. In Erwartung einer Wachstumsverlangsamung überziehen die Märkte in ihrer Reaktion. Wir erhöhen die Aktienquote.



Christoph Boner  
Chief Investment Officer

## Highlights

- Vor dem Hintergrund weiter steigender Preise heben verschiedene Notenbanken zur Bekämpfung dieser Entwicklung ihre Leitzinsen teils kräftig an.
- Das Risiko einer harten Landung der Wirtschaft – die Mündung in eine Rezession – wird aktuell durch den Markt überschätzt.
- Entsprechend erhöhen wir unser Engagement in Aktien in Erwartung einer Gegenbewegung.

## 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

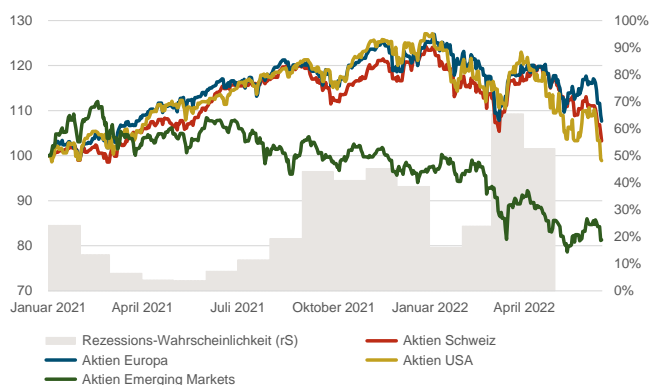
### Asset Allocation

Der Juni riskiert per dato zum für Anleger schlechtesten Monat in diesem Halbjahr zu verkommen – auch wenn die ersten fünf Monate dieses Jahres diesbezüglich schon respektabel vorgelegt haben.

Anleihen verlieren auf breiter Front aufgrund weiter steigender Zinsen wie auch sich weiter ausdehnender Kreditaufschläge. Aktien verlieren ebenfalls in der Breite deutlich, wobei mittlerweile die sichtbare Wachstumsverlangsamung nicht selten mit dem Risiko einer nachhaltig rezessiven Entwicklung in Verbindung gebracht wird.

Wir nutzen die aktuell überzogenen Ängste vor einer nachhaltig einsetzenden Rezession mit entsprechend gedrückten Aktienkursen zur Aufstockung der Aktienquote, wobei wir europäische Werte bevorzugen. Gestützt wird dieser Entscheidung von einem auf Unternehmensebene sich weiter positiv präsentierenden Bild. Neu beträgt die Aktienquote für ein ausgewogenes Anlegerprofil 52%.

Entwicklung verschiedener Aktienmärkte (indexiert) und des erwarteten Rezessionsrisikos



Im Bereich der Anleihen halten wir die Quote am unteren Ende der möglichen Allokation. Eine ausgewogene Strategie weist eine Anleihequote von 30% aus, wobei wir hier bewusst auch Hartwährungs-Anleihen von Schwellenländern beimischen, aufgrund deren höheren Verzinsung. Bezüglich der Duration bewegen wir uns ebenfalls bewusst deutlich unter der durchschnittlichen Marktzinssensitivität.

Weiter reduzieren wir unser Engagement in Wandelanleihen, da wir von nachhaltig höheren Kreditrisikoaufschlägen ausgehen und entsprechend das Ausfallrisiko in diesem Marktsegment als nicht vernachlässigbar zu erachten ist. Zudem präsentiert sich das Erholungspotenzial auf Seiten eines Aktien-Direktengagements als deutlich attraktiver.

Aufgrund der allgemein höheren Marktvolatilität erachten wir diversifizierende Anlageklassen als zentrale Bestandteile in der Allokation der Portfolios. Wir behalten weiter eine Beimischung von Gold zu Stabilisierungszwecken bei. Eben-

falls behalten wir unsere Position in Kryptowährungen, nachdem die heftigen Verluste der letzten Tage stark auf einen durch idiosynkratische Ereignisse provozierten allgemeinen Vertrauensschwund zurückzuführen sind und entsprechend nicht nachhaltig sein dürften.

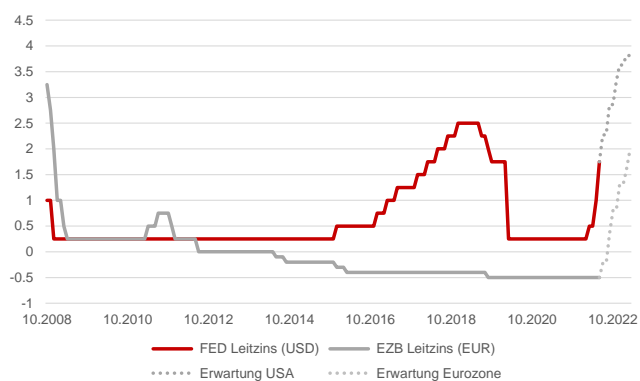
### Anleihen

Die Verwerfungen am Anleihenmarkt dauern an. Nicht nur hält die amerikanische Notenbank an ihrem Kurs der konsequenten Zinserhöhungen fest, auch die Schweizerische Nationalbank hat diesen Monat überraschend stark auf eine vergleichsweise moderate Inflationsentwicklung in der Schweiz reagiert.

Zentrales Element im Denken und in der Motivation der Notenbanken ist dabei das Sicherstellen einer festen Verankerung der Inflationserwartung: Solange die Marktteilnehmer daran glauben, dass die Notenbanken die Inflation wieder einfangen können, wird ein zusätzlicher Aufwärtsdruck über sogenannte Zweitrundeneffekte – beispielsweise eine Lohn-Preis-Spirale – gemildert. Entsprechend erfolgen die aktuellen Zinsschritte in einer bezüglich der Auswirkungen auf die konjunkturellen Erwartungen vergleichsweise indifferenten Form.

Diese einseitige Betrachtung der Auswirkungen von Leitzinserhöhung ist jedoch temporärer Natur. Kristallisiert sich eine weitere Verlangsamung des Wachstums mit rezessiven Tendenzen heraus, werden die Notenbanken höhere Inflationsraten zugunsten einer Stabilisierung des Konjunkturverlaufes akzeptieren. Nicht nur ist in einzelnen Fällen, wie beispielsweise der amerikanischen Fed Teil des Aufgabenbuches, sondern auch wurden in den letzten Jahren die Vorgaben bezüglich der Inflationsziele teils nicht unerheblich aufgeweicht. Weiter ist zu beachten, dass die aktuelle Inflationsentwicklung zu nicht unwesentlichen Teilen durch die Angebotsseite getrieben ist – Effekte, die über Adaptionen in Produktionsprozessen nachhaltig gemildert werden.

Leitzinsen: Entwicklung und marktimplizierte Erwartungen



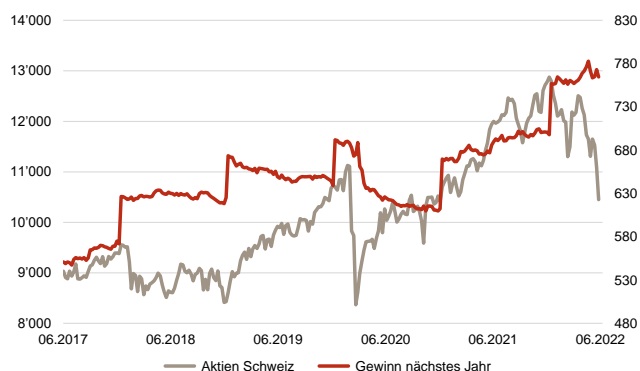
Die Realzinsen werden auf absehbare Zeit im Negativen verbleiben, und so wird eine vorsichtige Positionierung im Anleihenbereich weiterhin Pflicht sein, auch wenn die Entwicklungen der letzten Monate attraktive Opportunitäten auch im Zins- und Kreditbereich geschaffen haben.

**Aktien**

Aktien zeigen auch im Monat Juni per dato heftige Verluste. Neben den Zinserhöhungen und der gestiegenen Risikoaversion, vor allem auch durch externe Effekte, wie der kriegerischen Eskalation im Ukraine-Russland-Konflikt, haben zuletzt Sorgen um die weitere Konjunktorentwicklung auf den Kursen gelastet.

Während noch vor drei Monaten das Risiko des Abgleitens der globalen Wirtschaft in eine Rezession als entfernte Möglichkeit betrachtet wurden, implizieren die aktuellen Aktienmarktkurse nun eine grössere Wahrscheinlichkeit einer nachhaltigen Rezession. In krassem Widerspruch zu dieser Einschätzung steht die Entwicklung auf Ebene der Unternehmen: nicht nur steigen die Gewinnerwartungen weiter; auch der Ausblick der Unternehmen ist – mit Abstrichen – weiter positiv, das heisst expansiv.

Darstellung EPS versus Kursentwicklung



Wohl dürften auch hier in den nächsten Wochen weitere negative Neuigkeiten punktuell nicht auszuschliessen sein; dennoch erachten wir diese Diskrepanz als eine zu pessimistische Einschätzung der Grosswetterlage an den Märkten. Insbesondere mit einem Rückgang der Risikoaversion der Anleger – eine Annäherung im Ukraine-Russland-Konflikt als wichtigstes Element – dürfte der Aktienmarkt auf einen Erholungstrend einschwenken.

Vor diesem Hintergrund der weiterhin konstruktiven Gewinnerwartungen der Unternehmen, der mittlerweile eingemitteten Bewertungsniveaus und der aktuell überzogenen Erwartungen bezüglich dem Risiko einer nachhaltig harten Landung erhöhen wir die Aktienquote für die ausgewogenen Risikoprofile auf 52%.

**Alternative Anlagen**

Die alternativen Anlagen dienen im Portfoliokontext der weiteren Diversifikation des Portfolios. Seit Längerem halten wir mit dieser Absicht Gold wie auch Anlagen in Kryptowährungen. Trotz ihrer Volatilität stellen diese Anlagen dank attraktiver Korrelationseigenschaften ein stabilisierendes Element dar.

Der Markt für Kryptowährungen hat in den letzten Tagen und Wochen stark unter einem durch Einzelvorkommnisse geprägten Vertrauensverlust gelitten. Wir halten weiter an unseren Positionen fest und erwarten hier eine Stabilisierung, wenn auch die Volatilität erhöht bleiben dürfte.

**Währungen**

Aufgrund des zügigeren Anstiegs der USD Leitzinsen gehen wir weiter von einem leichten Erstarren des USD aus und sehen entsprechend von einem Absichern der Valuta ab. Nach dem Zinsentscheid der SNB hat der CHF gegenüber dem EUR unmittelbar an Wert gewonnen. Wir sehen von einer Absicherung des EUR ab, nachdem der Druck bezüglich einer Zinserhöhung durch die EZB in den letzten Wochen deutlich zugenommen hat.

**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 zur 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 in diesem Dokument festgehaltenen Informationen unterliegen.

## Anhang

### Wirtschafts- und Marktentwicklung

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

	2021	2022E
USA	5.7%	2.6%
EU	5.4%	3.0%
Schweiz	3.8%	2.5%

#### Leitzinsen

	21.06.2022	Prognose
USA	1.75%	2.50%
EU	-0.50%	-0.25%
Schweiz	-0.25%	-0.25%

#### Währungen

	21.06.2022	Prognose
EUR/CHF	1.018	1.01 - 1.03
USD/CHF	0.966	0.95 - 0.98
EUR/USD	1.053	1.03 - 1.07

#### Aktienmärkte

	P/E ø 5J.	P/E 2023
Welt	18.3x	13.9x
USA	19.9x	15.1x
Europa	16.2x	11.2x
Schweiz	18.8x	14.4x
Emerging Markets	13.6x	10.4x

#### Inflation (E: Konsens)

	2021	2022E
USA	4.7%	7.5%
EU	2.6%	7.1%
Schweiz	0.6%	2.3%

#### Kapitalmarktzinsen (10 Jahre)

	21.06.2022	Prognose
USA	3.27%	3.25% - 3.5%
EU	1.77%	1.6% - 1.9%
Schweiz	1.45%	1.3% - 1.6%

#### Rohstoffe und Alternative

	21.06.2022	Prognose
Gold (USD/Unze)	1833.0	1800 - 1900
Ölpreis (USD/Brent)	114.7	100 - 125
Bitcoin USD	20838.45	20'000-30'000

#### Div. Rendite

	Prognose
	leicht steigend
	leicht steigend
	leicht steigend
	leicht steigend
	neutral

### Marktentwicklung in Lokalwährung

#### Aktienmärkte

	QTD	YTD
Welt	-16.2%	-20.4%
USA	-16.6%	-20.4%
Europa	-8.8%	-14.2%
Schweiz	-13.1%	-17.8%
Emerging Markets	-10.3%	-16.5%

#### Rohstoffe und Alternative

	QTD	YTD
Gold (USD/Unze)	-5.4%	0.2%
Ölpreis (USD/Brent)	20.3%	90.5%
Bitcoin USD	-54.5%	-55.0%

#### Kapitalmarktzinsen (10 Jahre)

	21.06.2022	31.12.2021
USA	3.27%	1.51%
EU	1.77%	-0.18%
Schweiz	1.45%	-0.14%

#### Währungen

	QTD	YTD
EUR/CHF	-0.4%	-1.9%
USD/CHF	4.7%	5.8%
EUR/USD	-4.8%	-7.4%

Daten per 21. Juni 2022, QTD: Performance seit Quartalsbeginn, YTD: Performance seit Jahresbeginn