

# Monthly CIO Letter

22. Juli 2022

Inflation, politische Wirren, Wachstumssorgen und Rezessionsängste treiben die Marktteilnehmer um. Die Stimmung ist zum Teil auf historisch tiefem Niveau. Wir sehen überzogene Reaktionen der Märkte wie auch Zeichen der Entspannung und behalten unser Aktienübergewicht.



Christoph Boner  
Chief Investment Officer

## Highlights

- Anhaltend hohe Inflationen zwingen Notenbanken weiter zu teils aggressiven Zinsschritten.
- Eine Wachstumsverlangsamung ist entsprechend in den Karten und die allgemeine Marktstimmung ist aktuell auf historisch tiefem Niveau.
- Verschiedene Indikatoren weisen auf eine Übertreibung der Märkte hin, auch wenn verschiedene Risikoszenarien bestehen bleiben und das fundamentale Bild nachhaltig getrübt ist.
- Wir behalten unser Aktienübergewicht in Erwartung einer zwischenzeitlichen, weitergehenden Gegenbewegung bei.

## 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

Die zweite Hälfte Juni wie auch die ersten beiden Wochen im Juli zeigen ein beinahe schon ungewöhnliches Bild: Anleihen – mit Ausnahme der risikobehafteteren hochverzinslichen Anleihen und Schwellenländer-Papiere – zeigen Gewinne. Gleichzeitig erholen sich Aktien von ihren (zwischenzeitlichen) Jahrestiefstwerten. Dies, nachdem die Anleihen wie auch die Aktienmärkte in den letzten sechs Monaten beinahe ausnahmslos Verluste gezeigt haben.

Vor dem Hintergrund der sich mehrenden Zeichen einer zumindest vorübergehenden Entspannung und einer gleichzeitig historisch schlechten Stimmung der Marktteilnehmer (siehe nachfolgende Grafik), behalten wir unser Aktienübergewicht bei. Auch wenn die Risikoszenarien bestehen bleiben und das fundamentale Bild sich weiter eingetrübt zeigt, gehen wir von einer weitergehenden Gegenbewegung aus. Die Aktienquote für ein ausgewogenes Anlegerprofil beträgt 52%.

Index der Erwartungen institutioneller Anleger



Bei den Anleihen halten wir die Quote am unteren Ende der möglichen Allokation. Eine ausgewogene Strategie weist eine Anleihequote von 30% aus, wobei wir aufgrund höherer Verzinsung bewusst auch Hartwährungs-Anleihen von Schwellenländern beimischen. Bezüglich der Duration bewegen wir uns ebenfalls unter der durchschnittlichen Marktzins-sensitivität.

Aufgrund der allgemein höheren Marktvolatilität erachten wir diversifizierende Anlageklassen als zentrale Bestandteile in der Allokation der Portfolios. Nachdem wir auf den Goldpositionen im März teilweise Gewinne mitgenommen haben, behalten wir aus Risikoüberlegungen weiterhin eine kleinere Position. Ebenfalls beigemischt halten wir Kryptoanlagen, wobei wir nach den heftigen Ausschlägen der letzten Monate von einer weitergehenden Erholung ausgehen.

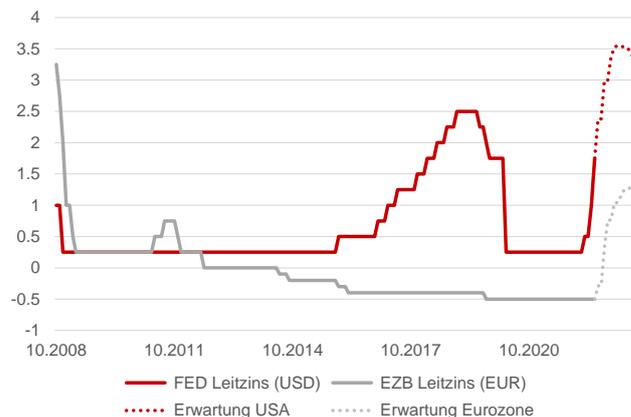
### Anleihen

Nach sieben Monaten mit Verlusten zeigen die globalen Anleihenmärkte erstmals – zumindest im Bereich der qualitativ

hochwertigeren Anleihen (Investment Grade) – eine Stabilisierung. Die Zinsen am längeren Ende der relevanten Kurven haben ihre momentanen Höchstwerte überschritten und bilden sich teilweise zurück. Lediglich die Kreditaufschläge zeigen in Teilen weitere Ausweitungen, weswegen hochverzinsliche Anleihen wie auch Schuldenpapiere der Schwellenländer weitere Verluste zeigen.

Ursächlich für diese Entwicklung sind zwei Umstände: Erstens darf erwartet werden, dass die Inflationszahlen ihren Höchstwert in absehbarer Zeit erreichen. Dies führt zweitens dazu, dass der Markt ein Ende des aktuellen Zinszyklus zu eskomptieren beginnt. So indizieren die Preise der Geldmarktinstrumente ein Ende der USD-Zinsanstiege für Februar 2023. Auch für EUR und CHF darf eine Kehrtwende für die erste Hälfte des nächsten Jahres erwartet werden.

Leitzinsen: Entwicklung und marktimplizierte Erwartungen



Dies sind gute Nachrichten: ein erwartetes Nachlassen des aktuellen Inflationsdrucks senkt in direkter Weise das Auftreten von (deutlich gefährlicheren) Zweitrundeneffekten. Die Verankerung der Inflationserwartungen durch die Notenbanken dürfte für den Moment als gelungen bezeichnet werden. Weiter bedeutet dies, dass der aktuell einseitige Fokus der Notenbanken auf die Inflationsentwicklung einer breiteren Betrachtung der gesamtwirtschaftlichen Situation weichen dürfte und somit – durchaus unter Inkaufnahme künftig etwas höherer Inflationsraten – die Rücksichtnahme auf die konjunkturelle Situation im Agieren der Notenbanken künftig wieder mehr Raum erhalten sollte.

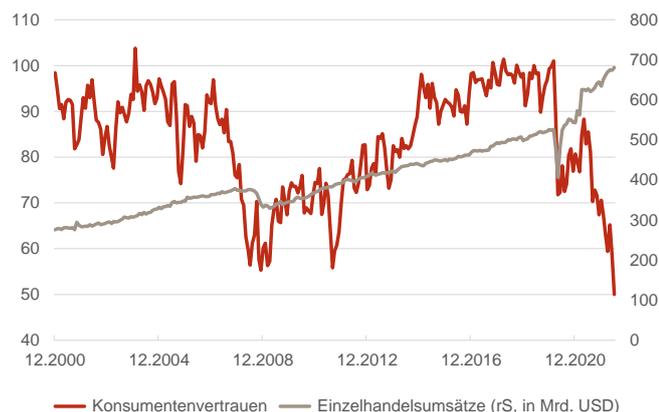
Die Anleihequote belassen wir am unteren Ende der Bandbreiten. Insbesondere die Kreditaufschläge widerspiegeln zumindest teilweise in noch ungenügender Weise die durch rezessive Entwicklungen zu erwartenden höheren Ausfälle. Aufgrund der in der Tiefzinsphase sich deutlich verschlechterten Kreditqualität des Gesamtmarktes ist bei der einfachen historischen Einbettung der aktuellen Kreditaufschläge in aggregierter Form Vorsicht geboten. Aufgrund der expansiven Geldpolitik der letzten Jahre waren auch die Kreditaufschläge im Markt teils deutlich zu tief.

### Aktien

Die globalen Aktienmärkte fielen in den letzten Wochen auf neue Jahrestiefstwerte. Neben einer weiterhin erhöhten Vorsicht der Anleger – auch aufgrund der vorherrschenden Risikoszenarien (Krieg und Gas als Stichworte) – ist das Narrativ einer einsetzenden globalen Rezession mittlerweile Konsens. Die Aktienmärkte nehmen diese Wachstumsverlangsamung, beziehungsweise eine allfällige Kontraktion, mit teils heftigen Kursverlusten vorweg.

Ein zentrales Element in der Argumentation ist dabei das aktuell tiefe Konsumentenvertrauen: So notiert dieses für die USA beispielsweise auf neuen Tiefstständen, was vor dem Hintergrund der Bedeutung des Konsums als wichtigste Nachfragekomponente, wie auch des historischen Musters – auf einen neuen Tiefststand dieses Indikators ist jeweils eine Rezession gefolgt – eine starke Argumentationsbasis darstellt.

Konsumentenvertrauen und Einzelhandelsumsätze in den USA



Zu beachten ist dabei allerdings auch, dass die aktuellen Zahlen zum Konsum auf neuen Höchstständen notieren. Der effektive Konsumumsatz zeigt auch inflationsbereinigt kein Nachlassen und eine entsprechende Unterstützung des Marktes darf daraus abgeleitet werden.

### 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.

Diese nach wie vor starke Nachfrage spiegelt sich auch in weitgehend nur unwesentlich – nach unten – revidierten Erwartungen der Unternehmen wider.

Betrachtet man weiter die aktuell historisch schlechte Stimmung unter den Anlegern, so kann Erholungspotenzial auf den aktuellen Kursniveaus verortet werden. Diese Gegenbewegung ist dabei nicht fundamental zu werten, sondern Abbild einer aktuell überzogenen Marktreaktion aufgrund der verbreitet negativen Sicht auf die wirtschaftliche Entwicklung der kommenden Monate. Wir behalten entsprechend unser Ende Juni installiertes Aktientübergewicht bei.

Das Risikoszenario einer weiteren Eskalation im Russland-Ukraine Konflikt wie auch negativer Auswirkungen höherer Energiepreise oder gar Energieknappheit bleibt bestehen. Die Volatilität dürfte entsprechend über die nächsten Wochen nicht nachhaltig sinken.

### Alternative Anlagen

Die alternativen Anlagen dienen im Portfoliokontext der weiteren Diversifikation des Portfolios. Nachdem wir auf Gold Gewinne mitgenommen haben, halten wir aus Risikoüberlegungen weiterhin eine reduzierte Position des Edelmetalls. Ebenfalls halten wir an unseren Positionen in Kryptowährungen fest, wobei wir hier nach den Verwerfungen der letzten Wochen von einer Markterholung – im Zuge eines Zurückkommens des allgemeinen Vertrauens – ausgehen.

### 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.

## Anhang

### Wirtschafts- und Marktentwicklung

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

	2021	2022E
USA	5.7%	2.1%
EU	5.4%	2.8%
Schweiz	3.8%	2.5%

#### Leitzinsen

	21.07.2022	Prognose
USA	1.75%	2.50%
EU	0.00%	0.00%
Schweiz	-0.25%	-0.25%

#### Währungen

	21.07.2022	Prognose
EUR/CHF	0.989	0.98 - 1.01
USD/CHF	0.967	0.96 - 0.99
EUR/USD	1.023	1.00 - 1.04

#### Aktienmärkte

	P/E ø 5J.	P/E 2023
Welt	18.3x	14.7x
USA	19.9x	16.2x
Europa	16.1x	11.5x
Schweiz	18.8x	15.7x
Emerging Markets	13.6x	10.6x

#### Inflation (E: Konsens)

	2021	2022E
USA	4.7%	8.0%
EU	2.6%	7.5%
Schweiz	0.6%	2.6%

#### Kapitalmarktzinsen (10 Jahre)

	21.07.2022	Prognose
USA	2.87%	2.8% - 3.2%
Deutschland	1.22%	1.2% - 1.4%
Schweiz	0.83%	0.8% - 1.1%

#### Rohstoffe und Alternative

	21.07.2022	Prognose
Gold (USD/Unze)	1719	1680 - 1800
Ölpreis (USD/Brent)	103.9	100 - 125
Bitcoin USD	23'124	20'000-30'000

#### Div.Rendite

	Prognose
Welt	leicht steigend
USA	leicht steigend
Europa	leicht steigend
Schweiz	leicht steigend
Emerging Markets	seitwärts

### Marktentwicklung in Lokalwährung

#### Aktienmärkte

	QTD	YTD
Welt	4.7%	-16.5%
USA	5.7%	-15.4%
Europa	4.3%	-10.7%
Schweiz	3.9%	-12.6%
Emerging Markets	-0.6%	-18.0%

#### Rohstoffe und Alternative

	QTD	YTD
Gold (USD/Unze)	-4.9%	-6.0%
Ölpreis (USD/Brent)	-4.7%	91.0%
Bitcoin USD	23.5%	-50.1%

#### Kapitalmarktzinsen (10 Jahre)

	21.07.2022	31.12.2021
USA	2.87%	1.51%
Deutschland	1.22%	-0.18%
Schweiz	0.83%	-0.14%

#### Währungen

	QTD	YTD
EUR/CHF	-1.2%	-4.7%
USD/CHF	1.2%	5.9%
EUR/USD	-2.4%	-10.0%

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