

Monthly CIO Letter

19. August 2022

Mit nachlassendem Inflationsdruck und in Erwartung einer allenfalls nicht sehr tiefen Rezession haben die Märkte in den letzten Wochen eine substantielle Gegenbewegung gezeigt. Wir nehmen die Gewinne auf unserer Aktienübergewichtung mit und verharren für den Moment an der Seitenlinie.



Christoph Boner
Chief Investment Officer

Highlights

- Die aktuell gipfelnden Inflationswerte werden teilweise als Indikation für eine künftig weniger aggressive Notenbankpolitik gewertet.
- Schon länger werden die Märkte in Erwartung einer Rezession belastet. Die Hoffnung auf eine lediglich milde Rezession hat in den letzten Wochen zu einer Gegenbewegung geführt.
- Es bleiben verschiedene Risikoszenarien bestehen und das fundamentale Bild bleibt getrübt.
- Wir realisieren die Gewinne auf unserem in der zweiten Junihälfte aufgebauten Aktienübergewicht und warten ab.

Asset Allocation

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

Asset Allocation

Welch ungewohntes Bild – eine Gegenbewegung bringt Entspannung: Nachdem die globalen Aktienmärkte in einer Abwärtsspirale zum Ende des ersten Halbjahres neue Jahrestiefststände ausgebildet hatten, bewegten sich die Kurse im Juli wie auch in den ersten drei Augustwochen wieder kontinuierlich nach oben.

Im zweiten Quartal hatte sich am Markt verbreitet die Erwartung durchgesetzt, dass eine Rezession aufgrund angebotsseitiger Probleme in Kombination mit steigenden Zinsen unvermeidlich würde. Mit Nachlassen des Inflationsdrucks – erstmals haben die Inflationswerte keine neuen Höchststände erklommen – wurde diese Erwartung etwas moderiert, was in der Folge zu einer Entspannung führte und die Aktienkurse auf breiter Front zu einer Erholung ansetzen liess. So notiert beispielsweise der US-Aktienmarkt seit seinem Tiefststand vom 16. Juni aktuell gute 17% höher.

Wir realisieren die Gewinne auf dem Mitte Juni installierten Aktienübergewicht, da ein Teil der negativen Übertreibung korrigiert wurde. Wie auch im Juli ausgeführt, verbleiben verschiedene Risikoszenarien und das fundamentale Bild zeigt sich weiter eingetrübt. Wir behalten die realisierten Gewinne für den Moment als Liquiditätsbestand vor. Die Aktienquote für ein ausgewogenes Anlegerprofil beträgt neu 50%.

Aktienmarktentwicklung 2022



Bei den Anleihen halten wir die Quote am unteren Ende der möglichen Allokation. Eine ausgewogene Strategie weist eine Anleihenquote von 35% aus, wobei wir aufgrund höherer Verzinsung bewusst auch Hartwährungs-Anleihen von Schwellenländern beimischen, welche in den vergangenen Wochen im Zuge der Entspannung bei den USD-Zinsen wie auch bei den Kreditrisikoaufschlägen ebenfalls eine starke Aufwärtsbewegung gezeigt haben.

Diversifizierende Anlageklassen betrachten wir als zentrale Bestandteile in der Allokation von Portfolios. Zu diesem Zweck halten wir insbesondere Gold in den Portfolios. Ebenfalls beigemischt haben wir Kryptoanlagen, wobei wir nach

den heftigen Ausschlägen der letzten Monate von einer weitergehenden Erholung ausgehen.

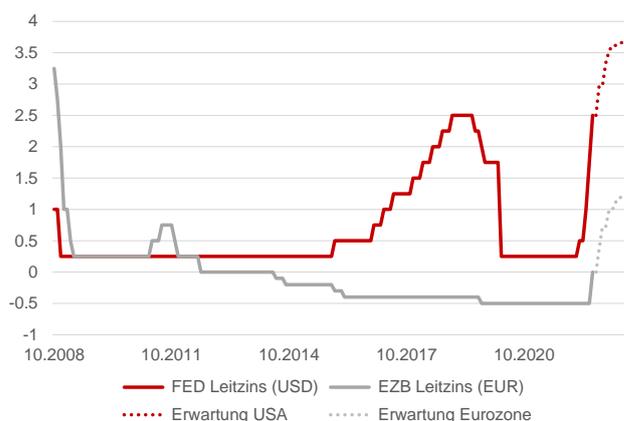
Anleihen

Nachdem bereits der Juni eine Stabilisierung der Zinsen gebracht hat, haben sich in den vergangenen Wochen auch die Risikoaufschläge deutlich zurückgebildet. Entsprechend stark fiel auch die Gegenbewegung auf den risikobehafteten Märkten der hochverzinslichen wie auch der Schwellenländer-Anleihen aus.

Zum einen liess der vermeintlich nachlassende Inflationsdruck – die Inflationswerte sind zumindest nicht weiter angestiegen, bewegen sich aber nach wie vor weit über den angestrebten Zielwerten – die Erwartung an eine weniger restriktive Geldpolitik aufkommen. Zum anderen dürfte eine milder als erwartete Inflation, mit entsprechend nicht zu starken Wachstumseinbrüchen, auch die weiterhin hohe und steigende Verschuldung im tragbaren Rahmen halten. Entsprechend tiefer notieren neben den Zinsen auch die Kreditrisikoaufschläge.

Auch wenn, wie im CIO Letter vom Juli ausgeführt, die Notenbanken mittelfristig eine etwas höhere Inflation im Interesse eines nicht übermässig bremsenden Einflusses auf die Gesamtwirtschaft akzeptieren werden und zudem der Inflationsdruck nicht unwesentlich durch angebotsseitige Effekte bedingt ist, sind weitere Zinsschritte zu erwarten. Dies umso mehr, als der Markt den Höhepunkt des aktuellen Zinszyklus für die USA bereits im Februar 2023 auf einem Niveau von rund 3.6% verortet – ein Wert, der entlang verschiedener Modellierungen eher am unteren Ende der aus Inflationssicht sinnvollen Bandbreite zu liegen scheint.

Leitzinsen: Entwicklung und marktimplizierte Erwartungen



Die Anleihenquote belassen wir entsprechend am unteren Ende der Bandbreiten. Als weiterhin attraktiv erachten wir die Beimischung von Hartwährungsanleihen von Schwellenländern. So beträgt die laufende Rendite der Papiere auch nach der Einengung der Kreditaufschläge der letzten Wochen weiter gegen 7%. Im Gegensatz zu Anlagen in Aktien der

Schwellenländer ist darüber hinaus die Diversifikation deutlich breiter und insbesondere die Gewichtung von China deutlich geringer. Mit Ländern des arabischen Raums und auch Südamerikas besteht ein wesentlicher Bestandteil des Marktes aus Papieren rohstoffreicher Länder, die aufgrund der Preisentwicklung der Rohwaren über die letzten Monate ihre nationalen Bilanzen deutlich stärken konnten.

Aktien

Vor dem Hintergrund einer allenfalls doch milder ausfallenden Rezession zeigten die Aktien in den vergangenen Wochen eine Erholung auf breiter Front. Weiter unterstützt wurden die Märkte dabei durch eine moderatere Erwartung bezüglich der geldpolitischen Eingriffe sowie die Erkenntnis eines weiter robusten Arbeitsmarkts und eines nach wie vor bestehenden realen Wachstums der Gesamtwirtschaft.

Ebenfalls kontrastiert die in Teilen sehr negative makroökonomische Sicht mit dem realwirtschaftlichen mikroökonomischen Datenkranz, welchen die Unternehmen aktuell vorlegen. Lediglich in den Ausblicken wird eine Justierung der Erwartungen vorgenommen, bei welchen sich die Verlangsamung des globalen Wirtschaftswachstums ebenfalls zu zeigen beginnt.

Vor dem Hintergrund dieser tieferen Wachstumserwartungen sind die aktuellen Aktienbewertungen als fair (USA) bis leicht unter dem historischen Durchschnitt (Europa, Emerging Markets) zu betrachten.

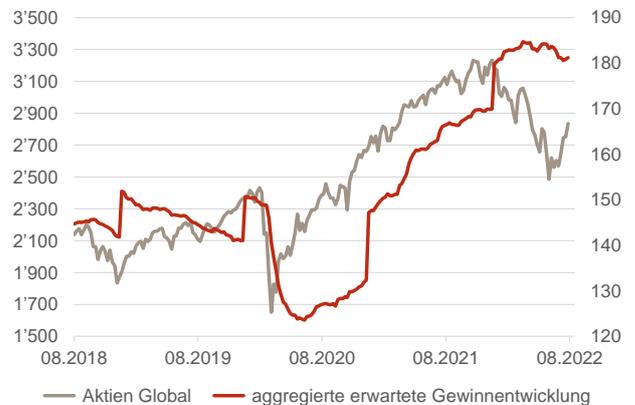
Aufgrund der nach wie vor bestehenden Risikoszenarien wie auch dem Auftreten neuer Unsicherheiten – Stichwort Taiwan, kühlere Temperaturen, Energieträger und Covid-Massnahmen – reduzieren wir die Aktienquote auf neutral und halten Liquidität vor.

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 in diesem Dokument festgehaltenen Informationen unterliegen.

Gewinnentwicklung und Aktienmarkt



Alternative Anlagen

Die alternativen Anlagen dienen im Portfolio Kontext der weiteren Diversifikation des Portfolios. Aus Risikoüberlegungen halten wir weiterhin Goldanlagen. 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 dieser Währung ab. Auch beim EUR scheint eine Absicherung nicht opportun, weil der Druck bezüglich weiterer Zinserhöhungen durch die EZB bestehen bleibt.

Anhang

Wirtschafts- und Marktentwicklung

BIP-Entwicklung (E: Konsens)

	2021	2022E
USA	5.7%	1.7%
EU	5.3%	2.9%
Schweiz	3.8%	2.4%

Leitzinsen

	16.08.2022	Prognose
USA	2.50%	3.00%
EU	0.00%	0.25%
Schweiz	-0.25%	0.00%

Währungen

	16.08.2022	Prognose
EUR/CHF	0.966	0.95 - 0.99
USD/CHF	0.950	0.94 - 0.98
EUR/USD	1.017	1.00 - 1.04

Aktienmärkte

	P/E ø 5J.	P/E 2023E
Welt	18.3x	15.7x
USA	19.9x	17.6x
Europa	16.0x	12.0x
Schweiz	18.8x	16.2x
Schwellenländer	13.5x	10.7x

Inflation (E: Konsens)

	2021	2022E
USA	4.7%	8.0%
EU	2.6%	7.9%
Schweiz	0.6%	2.8%

Kapitalmarktzinsen (10 Jahre)

	16.08.2022	Prognose
USA	2.80%	2.70% - 3.25%
Deutschland	0.97%	0.8% - 1.2%
Schweiz	0.48%	0.40% - 0.65%

Rohstoffe und Alternative

	16.08.2022	Prognose
Gold (USD/Unze)	1775.7	1750 - 1850
Ölpreis (USD/Brent)	92.3	88 - 105
Bitcoin USD	23'984	20'000-30'000

Div. Rendite

	Prognose
	seitwärts

Marktentwicklung in Lokalwährung

Aktienmärkte

	QTD	YTD
Welt	11.9%	-10.8%
USA	13.9%	-8.8%
Europa	9.1%	-6.6%
Schweiz	4.1%	-12.4%
Schwellenländer	2.2%	-15.7%

Rohstoffe und Alternative

	QTD	YTD
Gold (USD/Unze)	-1.7%	-2.9%
Ölpreis (USD/Brent)	-10.3%	91.0%
Bitcoin USD	28.0%	-48.2%

Kapitalmarktzinsen (10 Jahre)

	16.08.2022	31.12.2021
USA	2.80%	1.51%
EU	0.97%	-0.18%
Schweiz	0.48%	-0.14%

Währungen

	QTD	YTD
EUR/CHF	-3.5%	-6.9%
USD/CHF	-0.6%	4.0%
EUR/USD	-3.0%	-10.5%

Daten per 16. August 2022, QTD: Performance seit Quartalsbeginn, YTD: Performance seit Jahresbeginn