

Monthly CIO Letter

23. September 2022

Sich gegenseitig widersprechende Erwartungen hinsichtlich der gesamtwirtschaftlichen Aussichten provozieren ein Hin und Her an den Märkten. Nach unseren Gewinnmitnahmen im August belassen wir die Portfolioallokation.



Christoph Boner
Chief Investment Officer

Highlights

- Die Inflationsentwicklung fällt hartnäckiger aus als befürchtet.
- Die Notenbanken sind somit weiter gehalten, die Inflationserwartungen durch eine konsequente Bekämpfung der laufenden Inflationen im Zaum zu halten.
- Die dadurch wieder aufflackernden Rezessionsängste belasten die Märkte aktuell.
- Im Gegenzug zeigt die Bewertung teils attraktive Niveaus und TINA hat die Party verlassen – FOMO steht noch nicht auf der Gästeliste.

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

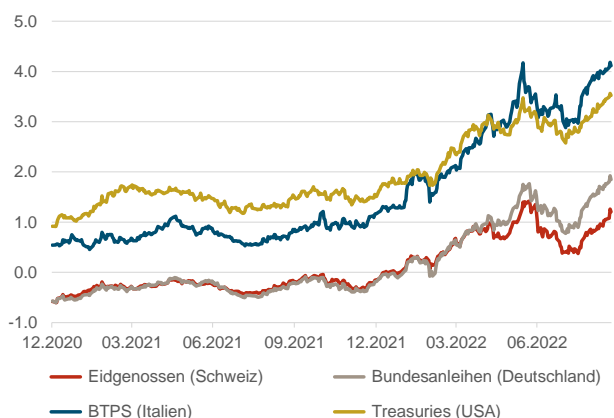
Nach der veritablen Gegenbewegung der Märkte zwischen Ende Juni und Mitte August hat sich in den letzten fünf Wochen wieder ein ernüchterndes Bild gezeigt.

Auf breiter Front verlieren die Aktienmärkte und auch die Anleihenmärkte zeigen aufgrund weiter steigender Zinsen Verluste. Selbst vermeintlich sichere oder zumindest diversifizierende Anlagen wie Gold, Rohwaren und Kryptoanlagen zeigen in ihrer Kursentwicklung nach unten.

Während die Aktienmärkte (noch) über ihren Jahrestiefstständen notieren, erklommen die Renditen auf Anleihen teils neue Jahreshöchststände. Ursächlich dafür sind hartnäckiger als erwartete Inflationswerte, im Zuge dessen die Markterwartungen hinsichtlich der Leitzinsen – weitere Erhöhungen zur Bekämpfung der Inflation – hin zu noch stärkeren Anstiegen revidiert wurden.

Aufgrund des sich in Teilen widersprüchlich zeigenden Bildes verharren wir für den Moment bei einer Aktienquote von 50% (Basis Profil Ausgewogen) auf neutralem Niveau. Dies, nachdem wir im August die Gewinne aus der Gegenbewegung der Märkte realisiert haben.

Staatsanleihen: Entwicklung der 10-jährigen Zinsen



Die Anleihenquote halten wir weiterhin 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.

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

Anleihen

Die globale Wirtschaft zeigt weiterhin ein starkes Ungleichgewicht zwischen der Angebotsseite – gestörte Wertschöpfungsketten und Deglobalisierungstendenzen als Stichworte – und der Nachfrageseite. Diese wurde durch eine jahrelang sehr lockere Geldpolitik begünstigt. Zudem zeigt sich weiterhin ein Nachfrageüberhang aufgrund von Nachholtendenzen nach den Covid-bedingten Einbrüchen und aufgrund aufgesparten Konsums.

Inflation ist in einem solchen Umfeld eine natürliche Folge. Die unmittelbare Bekämpfung der Inflation kann nur über die Nachfrageseite, das heisst über eine Dämpfung der Nachfrage, erfolgen, da naturgemäss die Beeinflussung der Angebotsseite nur indirekt und nur mit grösserer Zeitverzögerung möglich ist.

Eine Bereinigung des vorliegenden Ungleichgewichts und somit die Bekämpfung der Inflation erfolgt, indem man bewusst Inflationsraten zulässt, welche über dem Lohnwachstum liegen – die Situation einer faktischen realen Kaufkraftreduktion – oder indem man eine Rezession in Kauf nimmt und so die Nachfrage eindämmt. Nachdem sich die Arbeitsmärkte weiterhin von der starken Seite zeigen, ist der Weg über eine höhere Inflation – auch unter Berücksichtigung der Leistungsaufträge verschiedener Notenbanken – nicht gangbar: die dadurch ausgelösten Lohnpreisspiralen würden das Risiko hyperinflationärer Tendenzen mit sich bringen und so weitergehende Probleme, insbesondere bezüglich der Allokationsmechanismen, verursachen.

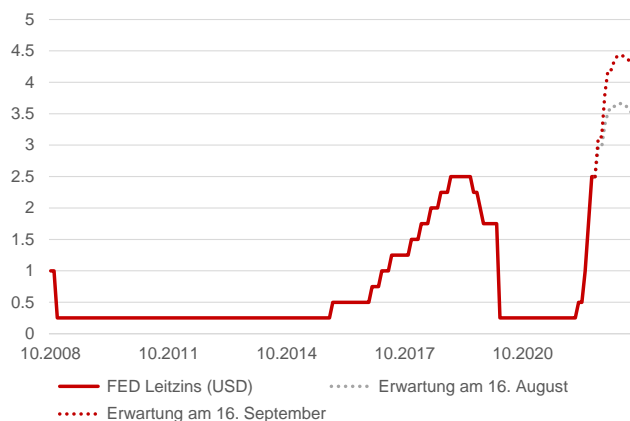
Vor diesem Hintergrund und Risiko ist die aktuelle Notenbankpolitik – eine beinahe kompromisslose Fokussierung auf die Preisentwicklung – zu sehen. Eine daraus folgende Rezession ist als kleineres Übel anzusehen und ist für den Moment in Kauf zu nehmen.

Mit über die letzten Wochen hartnäckig hohen Inflationszahlen ist dieser Mechanismus erneut in aller Deutlichkeit zum Tragen gekommen: In Erwartung einer notwendigerweise noch stärker eingreifenden Notenbank sind die Zinsen an breiter Front gestiegen, während die Aktien in Vorwegnahme einer weiteren Wachstumsverlangsamung – oder gar Rezession – weiter an Wert verloren haben. So hat sich beispielsweise der erwartete Höhepunkt der US-Leitzinsen von 3.6% für Februar 2023 (wie im letzten CIO Letter ausgeführt ökonomisch sinnvoller) auf 4.4% im April 2023 verschoben. Ebenfalls wurden die Wachstumsaussichten weiter nach unten korrigiert. Auf annualisierte Sicht kann dennoch weiter nicht von einer Rezession gesprochen werden.

Wie bereits im CIO Letter vom Juli ausgeführt, werden die Notenbanken jedoch mittelfristig eine etwas höhere Inflation im Interesse eines nicht übermässig bremsenden Einflusses auf die Gesamtwirtschaft akzeptieren (müssen). Dies gilt umso mehr für die Region Europa, welche neben

strukturellen Herausforderungen durch aktuell höhere Energiepreise rezessiven Tendenzen deutlich näher ist.

Leitzinsen USA: Veränderung der impliziten Markterwartungen



Auch wenn die aktuell erwarteten Zinsentwicklungen näher bei einem Gleichgewichtszinssatz liegen, belassen wir die Anleihenquote für den Moment am unteren Ende der Bandbreiten, fassen jedoch eine selektive Erhöhung über qualitativ hochwertige Papiere ins Auge. Als weiterhin attraktiv erachten wir die Beimischung von Hartwährungsanleihen von Schwellenländern.

Aktien

Die wieder zunehmenden Rezessionsängste belasten die Aktienmärkte aktuell. Während eine Verlangsamung zu erwarten (und auch gewollt) ist, stellt sich die entscheidende Frage nach dem Ausmass der Verlangsamung. Aufgrund des in den letzten Wochen verschärften Agierens der Notenbank ist die Wahrscheinlichkeit einer weichen Landung der Wirtschaft deutlich gesunken.

Angesichts des aktuellen Ausblicks der Unternehmen ist die Bewertung der Aktienmärkte im historischen Kontext wohl fair; die Qualität des Ausblicks hat allerdings abgenommen und inwiefern die erfolgte Bewertungskontraktion allenfalls

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.

weiter zunimmt, ist vor dem Hintergrund der Wachstumsverlangsamung offener als zuvor.

Dieser Kontraktionsprozess wird aktuell durch die steigenden Zinsen weiter unterstützt. TINA als Leitgedanke im Sinne von «There Is No Alternative» – in den letzten Monaten oft bemüht – verliert mit steigenden Zinsen weiter seine Gültigkeit. Im Reich der bescheiden organellen Akronyme verweilend ist auch festzuhalten, dass FOMO – die «Fear Of Missing Out» – aktuell noch nicht mal auf der Gästeliste steht.

Die kommenden Monate dürften entsprechend weiter von einer hohen Volatilität geprägt sein – als Abbild einer Richtungslosigkeit und der aktuell grossen Herausforderung bezüglich der Einschätzung der Marktlage sowie der weiteren konjunkturellen Entwicklung. Wir behalten für den Moment die Aktienquote auf neutralem Niveau.

Alternative Anlagen

Die alternativen Anlagen dienen im Portfoliokontext der weiteren Diversifikation der Risiken und helfen so das Risiko-Ertrags-Verhältnis zu verbessern. Aus Risikoüberlegungen halten wir weiterhin Anlagen in Gold. Ebenfalls sind wir in Kryptowährungen investiert, 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 auf dem aktuellen Niveau 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%	1.6%
EU	5.8%	3.1%
Schweiz	4.3%	2.4%

Leitzinsen

	20.09.2022	Prognose
USA	2.50%	4.25%
EU	0.75%	2.00%
Schweiz	-0.25%	1.25%

Währungen

	20.09.2022	Prognose
EUR/CHF	0.961	0.95 - 0.99
USD/CHF	0.964	0.94 - 0.98
EUR/USD	0.997	1.00 - 1.04

Aktienmärkte

	P/E ø 5J.	P/E 2023E
Welt	18.2x	14.3x
USA	19.9x	15.8x
Europa	16.0x	10.9x
Schweiz	18.7x	14.9x
Schwellenländer	13.5x	10.7x

Inflation (E: Konsens)

	2021	2022E
USA	4.7%	8.0%
EU	2.6%	8.2%
Schweiz	0.6%	2.9%

Kapitalmarktzinsen (10 Jahre)

	20.09.2022	Prognose
USA	3.56%	3.30% - 3.70%
Deutschland	1.93%	1.70% - 2.20%
Schweiz	1.29%	1.20% - 1.60%

Rohstoffe und Alternative

	20.09.2022	Prognose
Gold (USD/Unze)	1664.9	1625 - 1725
Ölpreis (USD/Brent)	90.6	88 - 105
Bitcoin USD	18'974	18'000-25'000

Div. Rendite

	Prognose
	seitwärts
	seitwärts
	seitwärts
	seitwärts
	seitwärts

Marktentwicklung in Lokalwährung

Aktienmärkte

	QTD	YTD
Welt	0.7%	-19.7%
USA	2.2%	-18.2%
Europa	-0.5%	-14.8%
Schweiz	-3.1%	-18.4%
Schwellenländer	-4.4%	-21.2%

Rohstoffe und Alternative

	QTD	YTD
Gold (USD/Unze)	-7.9%	-9.0%
Ölpreis (USD/Brent)	-11.3%	90.8%
Bitcoin USD	1.3%	-59.0%

Kapitalmarktzinsen (10 Jahre)

	20.09.2022	31.12.2021
USA	3.56%	1.51%
EU	1.93%	-0.18%
Schweiz	1.29%	-0.14%

Währungen

	QTD	YTD
EUR/CHF	-4.0%	-7.3%
USD/CHF	0.9%	5.6%
EUR/USD	-4.9%	-12.3%

Daten per 20. September 2022, QTD: Performance seit Quartalsbeginn, YTD: Performance seit Jahresbeginn