

Monthly CIO Letter

21. Oktober 2022

Die unerwartet hartnäckige Inflation zwingt die Notenbanken weiter zu einer kompromisslosen Haltung. Die Marktteilnehmer blenden dabei die mittelfristig wieder zu erwartende Justierung der Geldpolitik vollständig aus. Wir erhöhen die Aktienquote.



Christoph Boner
Chief Investment Officer

Highlights

- Die Inflationsentwicklung fällt hartnäckiger aus als befürchtet und die Notenbanken sind entsprechend weiter zu einer kompromisslosen Bekämpfung der Preisentwicklung gezwungen.
- Mittelfristig werden die Notenbanken eine Justierung hin zu einer akkomodierenderen Politik vornehmen.
- Diese Erwartungen werden durch die Marktteilnehmer aktuell komplett ausgeblendet. Die Rezessionsangst dominiert.
- Wir erachten die negative Stimmung als überzogen. Die Aktienquote wird von neutraler Position auf 52% angehoben.

Asset Allocation

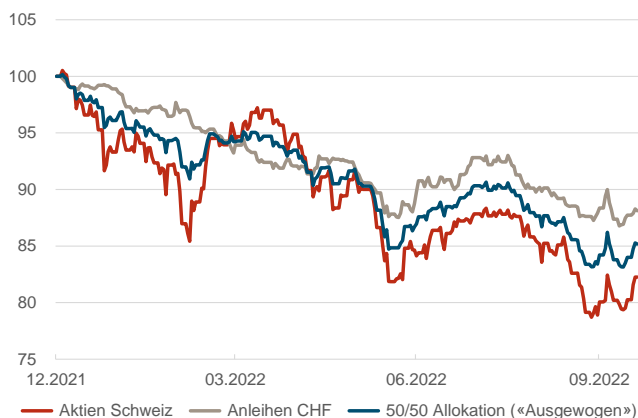
Anlageklassen	Veränderung	--	-	=	+	++
Liquidität	↓				●	
Anleihen	→	●				
Referenzwährung	→	●				
Welt	→	●				
Emerging Markets	→					●
Wandelanleihen	→				●	
Aktien	↑				●	
Schweiz	↑				●	
Europa	→			●		
USA	↑				●	
Pazifik	→			●		
Emerging Markets	→	●				
Alternative Anlagen						
Gold	→				●	
Krypto	→				●	
Währungen						
CHF	→			●		
EUR	→			●		
USD	→			●		

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

Asset Allocation

Pünktlich auf das Quartalsende haben verschiedene Aktien- wie auch Anleihenmärkte auf neuen Jahrestiefstständen notiert. Hartnäckig hohe Inflationsraten, kompromisslos agierende Notenbanken und damit einhergehende Rezessionsängste dominieren das Geschehen und die Stimmung der Anleger. Auch vermeintlich diversifizierende Anlageklassen, wie Edelmetalle und Krypto-Anlagen, konnten sich diesem negativen Trend nicht entziehen.

Marktentwicklung 2022: Aktien und Anleihen Schweiz



Die teils anhaltend hohen Inflationsraten zwingen die Notenbanken weiterhin dazu, kompromisslos im Handeln wie auch in der Kommunikation den Marktteilnehmern die Angst vor einer weiter ausufernden Inflation zu nehmen. Diese Befürchtungen werden dabei durch anhaltend starke Arbeitsmärkte und einen weiterhin robusten Konsum geschürt. Steuersenkungspläne von experimentierfreudigen und offensichtlich etwas unbedarft agierenden neuen Regierungen sind dabei auch nicht dienlich.

Entsprechend der konsequenten Haltung der Notenbanken sind auch im laufenden Monat die implizierten Markterwartungen bezüglich folgender Leitzinsschritte weiter gestiegen. Während für die USA noch im September ein Höchstwert von 4.4% für März 2023 erwartet wurde, ist dieser Wert aktuell auf 4.9% für April 2023 gestiegen.

Auch wenn man den Notenbanken unterstellt, in ihrem Kampf gegen die Inflation übers Ziel hinaus zu schießen – eine Unterstellung, welche historische Unterlegung findet –, so ist der aktuelle Höchstwert von gegen 5% derart über einem sinnvollen Gleichgewichtszins, dass von einer überzogenen Markterwartung gesprochen werden kann – auch wenn jede Übertreibung sich auch noch weiter verstärken kann.

Wie bereits mehrfach in vorherigen CIO Lettern ausgeführt, sind die Notenbanken zu einer kompromisslosen Haltung gezwungen – werden aber auch an einen Punkt gelangen, an welchem erst verbal und danach auch faktisch eine Justierung bis hin zu einer wieder mehr akkommodierenden Geldpolitik vorgenommen werden wird.

Wir erachten die aktuellen Markterwartungen bezüglich der Leitzinsentwicklung als übertrieben und gehen davon aus, dass der Markt das Rezessionsrisiko beziehungsweise die Tiefe der Rezession überschätzt. Hinzu kommt ein weiterhin konfligierendes Bild der makroökonomischen Einschätzung und der mikroökonomischen Realität.

Wir erwarten entsprechend eine Gegenbewegung in den nächsten Wochen und erhöhen die Aktienquote für eine ausgewogene Allokation von neutral auf 52%, wobei wir dabei die Regionen Schweiz und USA bevorzugen.

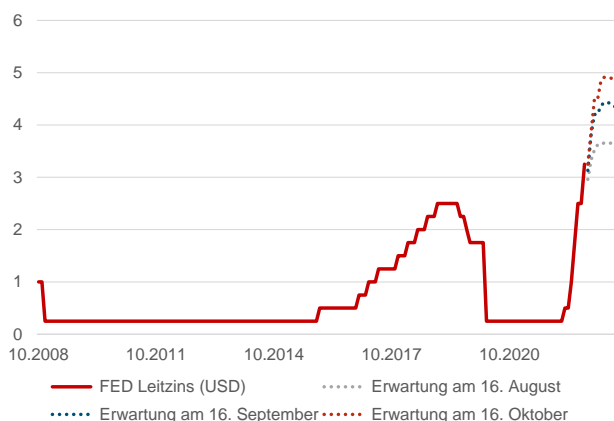
Die Anleihenquote halten wir weiterhin am unteren Ende der möglichen Allokation. Eine ausgewogene Strategie weist eine Anleihenquote von 35% aus, wobei wir aufgrund höherer Verzinsung bewusst auch Hartwährungs-Anleihen von Schwellenländern beimischen.

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 Notenbanken zeigen sich in ihren Bemühungen zur Bekämpfung der Inflation weiterhin unerbittlich. Die Konsequenz in diesem Agieren leitet sich aus der Gefahr der Zweitrundeneffekte ab, welche aufgrund eines weiterhin sehr robusten Arbeitsmarktes und eines weiterhin starken Konsums virulent sind. Vor diesem Hintergrund ist es umso essenzieller, dass die Inflationserwartungen der Marktteilnehmer konsequent in Zaum gehalten werden können.

US Leitzinsen: Entwicklung und Erwartungen



Die letzten Zinsschritte wie auch die damit einhergehenden Aussagen verschiedener Notenbanken haben in den vergangenen Wochen zu wiederholt höheren Leitzinserwartungen geführt. So zeigt sich aktuell für die USA eine Leitzinserwartung von über 4.9% für April 2023. Diese hohen Werte lassen die Rezessionsängste steigen, was in der Folge zu den breiten Verlusten der letzten Wochen geführt hat. Auch wenn die Notenbanken erneut

überschiessen dürften, so ist die aktuelle Leitzinsentwicklung unseres Erachtens am oberen Ende und eine Entspannung darf für die nächsten Wochen erwartet werden. Dies zeigt sich ebenfalls in den Kreditaufschlägen, welche wohl in Teilen angestiegen sind, aber klar nicht auf ein mögliches Kreditproblem hinweisen – wie dies in einer starken Rezession zu erwarten wäre. Auch die Struktur der Zinskurve – die längeren Zinsen sind weniger gestiegen – weist aktuell nicht auf eine starke Rezession hin.

Wir belassen die Anleihenquote für den Moment unverändert, da wir auf Seiten der Aktien mehr Erholungspotenzial verorten. Als weiterhin attraktiv erachten wir bei Anleihen die Beimischung von Hartwährungspapieren von Schwellenländern.

Aktien

Die erneut gestiegenen Rezessionsängste zeigen sich in weiter fallenden Kursen, wobei dies vor allem zulasten einer Kontraktion des Kurs-Gewinn-Verhältnisses erfolgt ist. Hierin zeigt sich die weiter bestehende und wiederholt angeführte Diskrepanz der Einschätzungen von strategisch orientierten Anlegern und unternehmensorientierten Analysten: Letztere schliessen aus den Datenkränzen der Unternehmungen wie auch aus den durch die Unternehmensführungen geäusserten Ausblicken auf einen deutlich geringeren negativen Einfluss allfällig rezessiver Tendenzen der Gesamtwirtschaft.

Diese aktuelle Bewertungsattraktivität in Kombination mit einer erneut erhöhten Risikoaversion und einer überverkauften Marktsituation motiviert uns, das Aktiengewicht zu erhöhen. Eine Gegenbewegung darf für die nächsten Wochen erwartet werden. Wir konzentrieren uns dabei auf den konservativeren Schweizer Aktienmarkt und den US-Aktienmarkt. Aktien der Schwellenländer bleiben vor allem auch aufgrund des durch den starken USD weiter bestehenden Drucks untergewichtet.

Redaktion Investment Center

Christopher 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.

Parallele Entwicklung Aktien Schweiz und P/E-Kontraktion



Aufgrund der fundamental weiter bestehenden Unsicherheit über den weiteren gesamtwirtschaftlichen Verlauf wird die Volatilität weiter hoch bleiben. Die mehrfach angeführten Risikoszenarien bleiben weiter bestehen.

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	5.9%	1.7%
EU	5.9%	3.3%
Schweiz	4.3%	2.2%

Leitzinsen

	19.10.2022	Prognose
USA	3.25%	4.50%
EU	0.75%	2.50%
Schweiz	0.00%	1.75%

Währungen

	19.10.2022	Prognose
EUR/CHF	0.982	0.95 - 0.99
USD/CHF	1.004	0.98 - 1.02
EUR/USD	0.977	0.96 - 1.00

Aktienmärkte

	P/E ø 5J.	P/E 2023E
Welt	18.2x	13.9x
USA	19.8x	15.3x
Europa	15.9x	10.7x
Schweiz	18.7x	14.9x
Schwellenländer	13.4x	10.3x

Inflation (E: Konsens)

	2021	2022E
USA	4.7%	8.0%
EU	2.6%	8.2%
Schweiz	0.6%	3.0%

Kapitalmarktzinsen (10 Jahre)

	19.10.2022	Prognose
USA	4.13%	4.00% - 4.50%
Deutschland	2.38%	2.20% - 2.60%
Schweiz	1.31%	1.20% - 1.60%

Rohstoffe und Alternative

	19.10.2022	Prognose
Gold (USD/Unze)	1629.4	1625 - 1725
Ölpreis (USD/Brent)	92.4	88 - 105
Bitcoin USD	19'196	18'000-22'000

Div. Rendite

	Prognose
Welt	leicht steigend
USA	leicht steigend
Europa	seitwärts
Schweiz	leicht steigend
Schwellenländer	seitwärts

Marktentwicklung in Lokalwährung

Aktienmärkte

	QTD	YTD
Welt	2.6%	-23.2%
USA	3.1%	-21.5%
Europa	2.6%	-15.9%
Schweiz	1.7%	-18.6%
Schwellenländer	-1.1%	-27.8%

Rohstoffe und Alternative

	QTD	YTD
Gold (USD/Unze)	-1.9%	-10.9%
Ölpreis (USD/Brent)	8.5%	106.8%
Bitcoin USD	-1.2%	-58.6%

Kapitalmarktzinsen (10 Jahre)

	19.10.2022	31.12.2021
USA	4.13%	1.51%
EU	2.38%	-0.18%
Schweiz	1.31%	-0.14%

Währungen

	QTD	YTD
EUR/CHF	1.5%	-5.4%
USD/CHF	1.7%	10.0%
EUR/USD	-0.3%	-14.0%

Daten per 19. Oktober 2022, QTD: Performance seit Quartalsbeginn, YTD: Performance seit Jahresbeginn