

Monthly CIO Letter

18. November 2022

Ein in Teilen nachlassender Inflationsdruck führt zu einer momentanen Entspannung an den Finanzmärkten. Diese Entwicklung, in Kombination mit einer höheren Basisverzinsung, einem tieferen Bewertungsniveau sowie der nach wie vor erhöhten Unsicherheit der Marktteilnehmer, lässt uns an unserem im Oktober installierten Aktienübergewicht festhalten.



Christoph Boner
Chief Investment Officer

Highlights

- Die Abschätzung der zu erwartenden Höchststände im Zinsmarkt bleibt eine Angelegenheit von Versuch und Irrtum.
- Aufgrund der bis anhin im Interesse der Kontrolle der Inflationserwartung äusserst konsequenten Politik der Notenbanken sind die impliziten Zinshöchststände deutlich über nachhaltige Niveaus hinaus geklettert.
- Die Korrektur dieser Erwartung hat in den letzten Wochen die Märkte beflügelt. Wir behalten die Aktienquote übergewichtet.

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	➔			●		

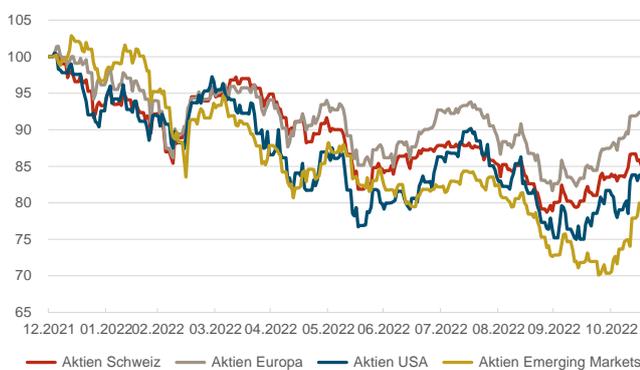
Veränderung: gegenüber Vormonat, Positionierung: -- stark untergewichtet | - untergewichtet | = neutral | + übergewichtet | ++ stark übergewichtet

Asset Allocation

Die am 10. November publizierte Konsumentenpreisentwicklung für die USA hat ein Kursfeuerwerk ausgelöst. So schossen die Aktienkurse in den USA an diesem Tag über 5% in die Höhe und auch europäische und asiatische Aktien zeigten starke Gewinne. Die Zinsen sanken auf breiter Front und der USD verbuchte grössere Verluste.

Auch wenn der publizierte Inflationswert mit 7.7% weiterhin ganz deutlich über dem angestrebten Zielband – durchschnittlich 2% über Zeit – liegt, so hat sich doch eine Erleichterung bei den Anlegern breitgemacht: Zum einen bewegt sich der Wert den vierten Monat in Folge in die richtige Richtung; zum anderen fiel die Zahl auch unter dem erwarteten Marktkonsens aus.

Marktentwicklung 2022: globale Aktienmärkte (indexiert)



Wie im CIO Letter vom Oktober 2022 anlässlich der Erhöhung der Aktienquote ausgeführt, waren und sind die Notenbanken zwecks Verankerung der Inflationserwartung gezwungen, eine kompromisslose Haltung in Bezug auf die Bekämpfung der Preisentwicklung einzunehmen. Kompromisslos bedeutet in diesem Zusammenhang schlicht, dass die konjunkturelle Entwicklung – insbesondere das Risiko einer Rezession – wenig bis keine Beachtung findet. Diese Kompromisslosigkeit hat dazu geführt, dass die Marktteilnehmer überzogene Erwartungen an die Zinsentwicklung – mit Sätzen von über 5% für die US-Leitzinsen – gebildet haben.

Die vorliegende Entwicklung der Inflationsrate entspannt die Situation für den Moment und könnte den Notenbanken mittelfristig Raum für eine Rücksichtnahme auf die konjunkturelle Entwicklung geben. Gleichzeitig darf davon ausgegangen werden, dass künftig, bezogen auf den Zielwert, auch leicht höhere Inflationsraten in Kauf genommen werden.

Die implizite Markterwartung hat sich seit der Ankündigung der letzten Inflationszahlen wieder unter 5% zurückgebildet und liegt somit – wie im Oktober ausgeführt – wieder deutlich näher an einem mittelfristig sinnvollen Gleichgewichtszinssatz. Im Zuge dieser moderateren

Zinserwartung kam allerdings auch die US-Valuta deutlich unter Druck und verlor im Wochenverlauf über 6%.

Mit der zwischenzeitlichen Zurückbildung der überzogenen Zinserwartungen sehen wir Raum für eine weitere Erholung der Märkte. Nicht nur geniessen Anleger dank höherer Zinsen und der bereits eskomptierten weiteren Zinserhöhungen eine attraktivere Sockelverzinsung; die aufgetretene Bewertungskontraktion wie auch die weiterhin pessimistische Stimmung unter den Marktteilnehmern bergen weiteres Kurspotenzial.

Entsprechend dieser Einschätzung belassen wir die Aktienquote auf unverändertem Niveau und nehmen Gewinne aufgrund der starken Marktentwicklung mit. Die Aktienquote für eine ausgewogene Allokation beträgt 52%, wobei wir 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. Dank längerer Duration und der Einengung der Kreditaufschläge zeigen Letztere ein gegenüber Referenzwährungsanleihen deutlich attraktiveres Ertrags-Risiko-Verhalten.

Diversifizierende Anlageklassen betrachten wir als zusätzliche Bestandteile in der Allokation. Zu diesem Zweck halten wir insbesondere Gold in den Portfolios. Ebenfalls beigemischt sind Krypto Anlagen.

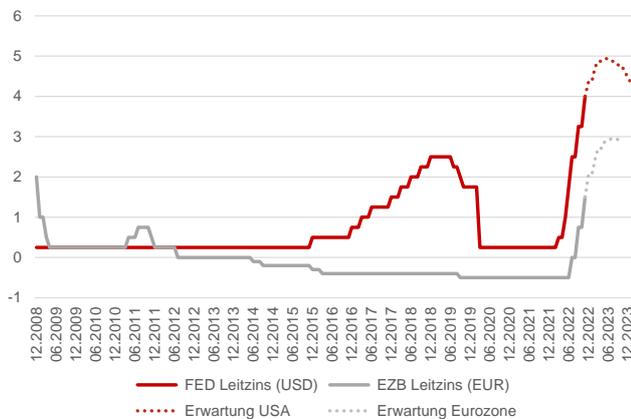
Anleihen

Die gesamtwirtschaftlichen Schäden einer (unkontrollierten) Inflation sind deutlich grösser einzuschätzen als die aus einer Rezession resultierenden wirtschaftlichen Folgen. Entsprechend dieser Maxime und im Bemühen um ihre Glaubwürdigkeit gehen Notenbanken weiterhin äusserst konsequent gegen die Inflationsentwicklung vor. Dass diese Entwicklung zu einem grossen Teil durch die Angebotsseite getrieben ist und die Wirtschaft – sei es der Arbeitsmarkt, sei es der Konsum – weiter auf Hochtouren dreht, erschwert aktuell diese ohnehin anspruchsvolle Aufgabe.

Die letzten Inflationszahlen der USA geben der FED recht: Auch wenn Pessimisten weiter – und historisch einfach belegbar – von einer zu verspäteten und im Ergebnis zu starken Reaktion der Notenbanken ausgehen, so hat sich diese überzogene Markterwartung mit den letzten Inflationswerten teilweise korrigiert. Die impliziten Leitzinserwartungen sind spürbar zurückgekommen.

Auch wenn die erwarteten Höchststände für die Leitzinsen in den USA aktuell mit 4.9% für Juni 2023 entscheidend zurückgekommen sind, so bleibt die Abschätzung des zu erwartenden Höchststandes eine Angelegenheit von Versuch und Irrtum.

Leitzinsen: Entwicklung und Erwartungen



Letztlich ist dies allerdings nicht entscheidend: Relevant ist, dass die Inflation sich zurückzubilden beginnt und sich somit die erwarteten Zinshöchststände im ersten Halbjahr 2023 verorten lassen. Mit den nach wie vor eskomptierten Zinsschritten und der aktuell bestehenden Basisverzinsung kann über die nächsten Monate von einem deutlich attraktiveren Ertragsprofil ausgegangen werden, auch wenn die Zinsvolatilität überdurchschnittlich bleiben wird. Wir belassen die Anleihenquote für den Moment unverändert, da wir bei den Aktien weiterhin mehr Erholungspotenzial sehen.

Aktien

Die zu erwartende wirtschaftliche Abkühlung beginnt sich vermehrt in den Unternehmenszahlen zu widerspiegeln. Wohl werden die Analystenerwartungen im laufenden Quartal mehrheitlich erfüllt, jedoch ist dies in Teilen schlicht auf die durch die Analysten unterschätzte Gewinninflation zurückzuführen: Steigende Preise führen in direkter Weise zu höheren Gewinnen. Wichtiger noch ist die Erwartung: Hier zeigt sich in bestimmten Sektoren klar eine Abkühlung der Nachfrage und damit eine Eintrübung der Aussichten.

Ein Grossteil dieser Entwicklung wurde dabei allerdings bereits über eine Bewertungskontraktion vorweggenommen. Konkret ist die Bewertung weitgehend parallel zu den Preisen gefallen.

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.

Selbst wenn die Datenkränze künftig enttäuschen sollten, so ist das Rückschlagspotenzial deutlich limitierter als in den letzten Monaten. Im Gegenzug kann eine Stimmungsaufhellung in direkter Weise über eine Bewertungsausdehnung zu steigenden Kursen führen – und dies, ohne dass sich die Ertragslage der Unternehmen zu verbessern braucht.

In Kombination mit einer weiterhin überwiegend negativen Markteinschätzung vieler Auguren wie auch einer weiter erhöhten Risikoaversion – und somit erhöhten Risikoprämien – bleiben wir mit unserer Aktienquote übergewichtet.

Parallele Entwicklung Aktien Schweiz und P/E-Kontraktion



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 wie auch in Kryptowährungen.

Währungen

Aufgrund der justierten Erwartungen bezüglich der Leitzinsentwicklung in den USA hat die US-Valuta deutlich an Terrain verloren. Wir gehen auf den aktuellen Niveaus von einer Seitwärtsbewegung aus.

Anhang

Wirtschafts- und Marktentwicklung

BIP-Entwicklung (E: Konsens)

	2021	2022E
USA	5.9%	1.8%
EU	5.4%	3.2%
Schweiz	4.3%	2.2%

Leitzinsen

	16.11.2022	Prognose
USA	4.00%	4.50%
EU	1.50%	2.50%
Schweiz	0.00%	1.75%

Währungen

	16.11.2022	Prognose
EUR/CHF	0.982	0.95 – 1.00
USD/CHF	0.945	0.94 – 0.99
EUR/USD	1.040	0.99 – 1.05

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%	8.1%
EU	2.6%	8.5%
Schweiz	0.6%	2.9%

Kapitalmarktzinsen (10 Jahre)

	16.11.2022	Prognose
USA	3.69%	3.50% – 4.00%
Deutschland	2.00%	1.85% – 2.35%
Schweiz	1.03%	0.85% – 1.35%

Rohstoffe und Alternative

	16.11.2022	Prognose
Gold (USD/Unze)	1773.9	1725 – 1825
Ölpreis (USD/Brent)	92.9	88 – 105
Bitcoin USD	16'531	16'000 – 20'000

Div. Rendite

	Prognose
	leicht steigend
	leicht steigend
	seitwärts
	leicht steigend
	seitwärts

Marktentwicklung in Lokälwährung

Aktienmärkte

	QTD	YTD
Welt	12.0%	-16.2%
USA	10.7%	-15.8%
Europa	11.1%	-9.0%
Schweiz	6.2%	-14.9%
Schwellenländer	9.1%	-20.3%

Rohstoffe und Alternative

	QTD	YTD
Gold (USD/Unze)	6.8%	-3.0%
Ölpreis (USD/Brent)	11.7%	117.7%
Bitcoin USD	-14.9%	-64.3%

Staatsanleihen Rendite (10 Jahre)

	16.11.2022	31.12.2021
USA	3.69%	1.51%
EU	2.00%	-0.18%
Schweiz	1.03%	-0.14%

Währungen

	QTD	YTD
EUR/CHF	1.5%	-5.4%
USD/CHF	-4.3%	3.5%
EUR/USD	6.0%	-8.6%

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