

Monthly CIO Letter

16. Dezember 2022

Die Entspannung an den Finanzmärkten hat auch in den letzten Wochen angehalten. Entscheidend bleibt die weitere Entwicklung der Inflation, davon abhängig der Notenbankpolitik und schlussendlich der Erwartung bezüglich der ökonomischen Landung – hart oder weich? Wir behalten unser im Oktober installiertes Aktienübergewicht bei und verlagern den Fokus in Richtung China.



Christoph Boner
Chief Investment Officer

Highlights

- Die weitere Entwicklung der Inflation bleibt das zentrale Thema, auch für 2023.
- Die Erwartung einer weiter abnehmenden Inflation hat Hoffnungen genährt – und damit auch zu einer Entspannung an den Märkten geführt.
- Wir behalten das Aktienübergewicht bei und schliessen das Untergewicht im Bereich Emerging Markets durch einen Zukauf chinesischer Aktien.

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 Entspannung an den globalen Finanzmärkten hat auch in den letzten Wochen angehalten. So hat sich der globale Aktienmarkt seit Ende September in USD gemessen um über 13% nach oben entwickelt. Mit nachlassendem Zinsdruck und wieder tiefer notierenden Kreditaufschlägen zeigen auch die globalen Anleihenmärkte (IG) eine deutliche Gegenbewegung – in USD abgesichert ein Anstieg von gegen 5%.

Die Inflationsentwicklung und damit einhergehend die Notenbankpolitik haben die Entwicklung an den Finanzmärkten 2022 dominiert. Höhere Zinsen und Befürchtungen über eine weitergehende Abkühlung der Konjunktur lasteten in breiter Front auf den Preisen von Wertpapieren.

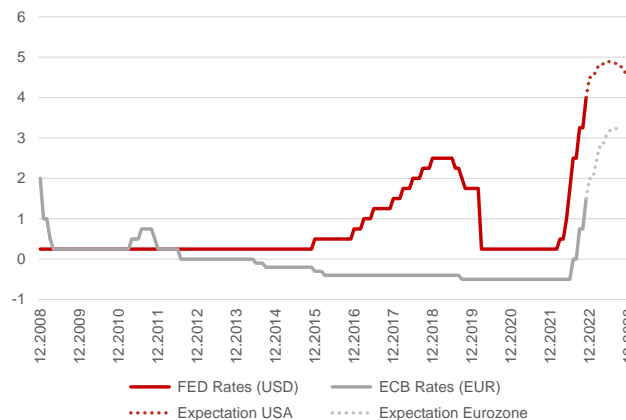
Thema Nummer 1 im 2022: Inflationsentwicklung (in %)



Auch für 2023 wird die entscheidende Frage sein, wie weit der Inflationsdruck anhält und wie stark die Notenbanken über Zinserhöhungen Gegensteuer zu geben versuchen. Die Erwartungen der Marktteilnehmer sind breit gestreut: Auf der einen Seite finden sich Auguren, die von einem rapiden Nachlassen des Inflationsdrucks ausgehen. Basiseffekte, Normalisierungen in den Lieferketten wie auch nachlassende Inputpreise – vor allem für Energie – werden hierbei als Argumente angeführt. Am anderen Ende des Spektrums finden sich Ökonomen, welche vor allem aufgrund eines befürchteten Auftretens von Zweitrundeneffekten nachhaltig hohe Inflationswerte bis hin zu einer Inflationsspirale erwarten.

Wir gehen weiter davon aus, dass die Angst vor einem Übersteuern durch die Notenbanken wohl sehr berechtigt ist, jedoch aufgrund der mehrfach angeführten, notwendigen Kompromisslosigkeit in der Kommunikation – Notenbanken sind vor allem bemüht, Inflationserwartungen zu steuern – übertrieben ist. Zum einen werden Notenbanken mittelfristig etwas höhere Inflationswerte zulassen; zum anderen sind sich die Notenbanken genauso wie der Finanzmarkt bewusst, dass die Gefahr des Übersteuerns mehr als evident ist. Dieser Umstand wird in die Überlegungen zur weiteren Geldpolitik mit einfließen – die Gefahr einer allzu harten Landung wird dadurch gemildert.

Thema 2023: Notenbanken, Leitzinsen und Erwartungen (in %)



Entsprechend dieser Einschätzung einer weiter zu negativen Sicht auf die Inflations- und Zinsentwicklung belassen wir die Aktienquote ins Jahr 2023 startend unverändert bei einem Übergewicht. Die Quote für eine ausgewogene Allokation beträgt 52%. In Veränderung der bestehenden regionalen Allokation realisieren wir die Gewinne auf den US-Aktien und allozieren die Gelder in China. Die attraktive Bewertung, die Wachstumsaussichten sowie die Aufweichungen des Corona-Regimes in Kombination mit einem nach den ursprünglich vorherrschenden Ängsten einer weiteren Dogmatisierung doch wieder einkehrenden wirtschaftlichen Pragmatismus lassen uns im asiatischen Raum ein grösseres Erholungspotenzial verorten.

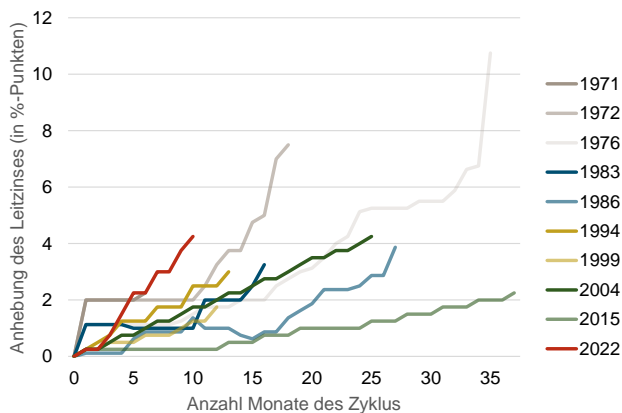
Die Anleihenquote halten wir weiterhin am unteren Ende der möglichen Allokation. Eine ausgewogene Strategie weist eine Anleihenquote von 35% aus, wobei wir aufgrund höherer Verzinsung bewusst auch Hartwährungs-Anleihen von Schwellenländern beimischen.

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

Anleihen

Wie im CIO Letter vom November ausgeführt, gehen wir davon aus, dass die Inflationsentwicklung spätestens im zweiten Quartal 2023 ihren Höhepunkt erreicht haben dürfte. Damit einhergehend kann mit einer nachlassenden Vehemenz von Seiten der Notenbanken gerechnet werden; betrachtet man die historischen Zinsanhebungszyklen, so lässt sich festhalten, dass noch nie mit einer solchen Geschwindigkeit Leitzinsen derart stark angehoben wurden. Diese Entwicklung erhöht wohl das Risiko einer harten Landung aufgrund eines übermässigen Einbruchs der Nachfrage. Tatsache ist allerdings, dass inflationstreibende Zweitrundeneffekte weiterhin nur marginal zu beobachten sind und dass der Konsum äusserst robust ausfällt. Auch wenn verschiedene stimulierende Effekte in den nächsten Monaten wegfallen werden, so ist unseres Erachtens eine weiche Landung weiterhin möglich.

Historische Zinsanhebungszyklen: Höhe und Geschwindigkeit



Die marktimplizierten erwarteten Höchststände für die Leitzinsen haben sich in den letzten Wochen stabilisiert und liegen unseres Erachtens nahe den tatsächlich zu erwartenden Zinsniveaus. Entsprechend der bestehenden Unsicherheit wird allerdings die Volatilität hoch bleiben.

Aktien

Die mehrfach angeführte Diskrepanz zwischen der negativ tendierenden makroökonomischen Einschätzung und der weiterhin soliden Ausgangssituation auf mikroökonomischer Ebene besteht weiterhin. Wir gehen aktuell davon aus, dass die makroökonomische Sicht das Stimmungsbild dominiert und die weiterhin ansprechenden Unternehmenszahlen zu stark ausgeblendet werden. Negative Überraschungen werden nicht ausbleiben – die Aussichten haben sich zweifelsohne eingetrübt. Die Entwicklung der Kurs-Gewinn-Verhältnisse – eine starke Kontraktion über die letzten Monate – lassen allerdings weiter Raum für eine Gegenbewegung. Ein sich etwas aufhellendes Bild beispielsweise aufgrund einer weiter moderierenden Notenbankkommunikation kann die Märkte weiter alleine durch das Auspreisen der vorherrschenden Risikoaversion zu Preissprünge verhelfen.

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.

Wir behalten entsprechend das Übergewicht in Aktien bei und verschieben dieses von den USA in den chinesischen Aktienmarkt. Die aktuellen Bewertungsniveaus in Kombination mit einem wieder einkehrenden ökonomischen Pragmatismus der chinesischen Führung – Aufhebung strengster Covid-Massnahmen als Beispiel – sind ermunternde Zeichen für eine positive Entwicklung an den chinesischen Aktienmärkten.

Entwicklung des chinesischen Kurs-Gewinn-Verhältnisses



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 halten unsere Fremdwährungsanteile unverändert.

Anhang

Wirtschafts- und Marktentwicklung

BIP-Entwicklung (E: Konsens)

	2021	2022E
USA	5.9%	1.8%
EU	5.4%	3.3%
Schweiz	4.3%	2.1%

Leitzinsen

	13.12.2022	Prognose
USA	4.00%	4.75%
EU	1.50%	2.50%
Schweiz	0.00%	1.75%

Währungen

	13.12.2022	Prognose
EUR/CHF	0.987	0.95 – 1.00
USD/CHF	0.928	0.94 – 0.99
EUR/USD	1.063	0.99 – 1.05

Aktienmärkte

	P/E ø 5J.	P/E 2023E
Welt	18.1x	15.4x
USA	19.8x	17.2x
Europa	15.7x	12.2x
Schweiz	18.6x	16.5x
Schwellenländer	13.4x	11.4x

Inflation (E: Konsens)

	2021	2022E
USA	4.7%	8.1%
EU	2.6%	8.5%
Schweiz	0.6%	2.9%

Kapitalmarktzinsen (10 Jahre)

	13.12.2022	Prognose
USA	3.50%	3.50% – 4.00%
Deutschland	1.93%	1.85% – 2.35%
Schweiz	1.18%	0.85% – 1.35%

Rohstoffe und Alternative

	13.12.2022	Prognose
Gold (USD/Unze)	1810.8	1725 – 1825
Ölpreis (USD/Brent)	80.7	80 – 105
Bitcoin USD	17'762	16'000 – 20'000

Div. Rendite

	Prognose
	leicht steigend
	leicht steigend
	leicht steigend
	leicht steigend
	leicht steigend

Marktentwicklung in Lokälwährung

Aktienmärkte

	QTD	YTD
Welt	14.6%	-14.2%
USA	12.5%	-14.4%
Europa	14.5%	-6.2%
Schweiz	7.9%	-13.6%
Schwellenländer	10.5%	-19.3%

Rohstoffe und Alternative

	QTD	YTD
Gold (USD/Unze)	9.0%	-1.0%
Ölpreis (USD/Brent)	-4.7%	82.5%
Bitcoin USD	-8.6%	-61.7%

Staatsanleihen Rendite (10 Jahre)

	13.12.2022	31.12.2021
USA	3.50%	1.51%
EU	1.93%	-0.18%
Schweiz	1.18%	-0.14%

Währungen

	QTD	YTD
EUR/CHF	2.1%	-4.8%
USD/CHF	-5.9%	1.7%
EUR/USD	8.5%	-6.5%

Daten per 13. Dezember 2022, QTD: Performance seit Quartalsbeginn, YTD: Performance seit Jahresbeginn