

Monthly CIO Letter

20. Januar 2023

Die Anlagemärkte sind teils fulminant ins neue Jahr gestartet. Makroökonomische Daten lassen die Anlegergemeinde auf ein weniger aggressives Vorgehen der Notenbanken hoffen. Ist eine weiche Landung doch möglich? Wir haben Gewinne auf unserem im Oktober installierten Aktienübergewicht realisiert.



Christoph Boner
Chief Investment Officer

Highlights

- Makroökonomische Daten und insbesondere die Entwicklungen im Arbeitsmarkt lassen die Marktteilnehmer auf ein Ausbleiben weitergehender Zweitrundeneffekte hoffen.
- In Kombination mit sich zurückbildenden Inflationswerten wird von einem künftig weniger aggressiven Vorgehen der Notenbanken ausgegangen, was Hoffnungen auf eine weiche Landung nährt.
- Wir realisieren nach den starken Aufwärtsbewegungen die Gewinne auf unserem Aktienübergewicht.

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	➡			●		

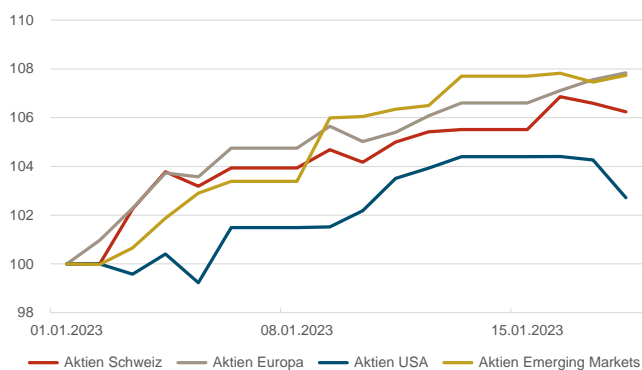
Veränderung: gegenüber Vormonat, Positionierung: -- stark untergewichtet | - untergewichtet | = neutral | + übergewichtet | ++ stark übergewichtet

Asset Allocation

Die Anlagemärkte sind fulminant ins neue Jahr gestartet. Die Aktienmärkte notieren in der Breite teils zweistellig im positiven Bereich. Insbesondere Aktien aus Europa und den Schwellenländern verzeichneten über die letzten Wochen starke Kursgewinne. Im Zuge sich etwas zurückbildender Zinsen wie auch fallender Kreditrisikoaufschläge zeigen auch die Anleihenmärkte einen positiven Start ins Jahr. Während auch Gold zur Stärke tendiert, steigen aktuell selbst die Kurse von im Jahr 2022 äusserst stark abgestraften Kryptoanlagen.

Hintergrund der sich seit Oktober abzeichnenden Entspannung an den Märkten ist die Hoffnung auf ein künftig weniger aggressives Vorgehen der Notenbanken. Diese Hoffnung wird nicht nur von moderateren Inflationszahlen genährt, auch Entspannungen an den Arbeits- und Rohwarenmärkten lassen auf ein Ausbleiben von Zweitrundeneffekten – zumindest in der Breite – hoffen.

Aktien: Starker Jahresanfang 2023



Nachdem wir im Oktober die Aktienquote erhöht hatten – vor dem Hintergrund einer unseres Erachtens zu negativen Einschätzung der Marktteilnehmer bezüglich der weiteren Inflationsentwicklung, beziehungsweise vor allem aufgrund des überbordenden Respekts vor dem weiter restriktiven Vorgehen der Notenbanken – realisieren wir nun Gewinne auf diesen Positionen. So überzogen die Angst vor einer weiterhin äusserst restriktiven Geldpolitik ausgefallen ist, so stark erwartet der Markt aktuell die Möglichkeit einer weichen Landung. Dieses Szenario dürfte in Teilen zu optimistisch sein, auch wenn die Notenbanken, wie mehrfach ausgeführt, im Interesse der Wahrung eines hinreichenden Wirtschaftswachstums mittelfristig auch etwas höhere Inflationsraten dulden werden.

Die Aktienquote für ein ausgewogenes Mandat beträgt neu 50%; während wir regional aktuell keine Präferenz abbilden, halten wir die Quote an chinesischen Aktien weiter zulasten der übrigen Schwellenländer übergewichtet.

Im Gegenzug erhöhen wir die Allokation in zinstragenden Instrumenten, wobei wir weiterhin untergewichtet bleiben. Konkret erhöhen wir den Anteil an qualitativ hochwertigen Anlagen mit einer kurzen bis mittleren Duration. Die

gestiegenen Zinsen erlauben in diesem Segment eine risikoadjustierte Mehrrendite gegenüber Geldmarktanlagen und durch die hohe Kreditqualität verbessert sich die Diversifikation des Portfolios. Die Anleihenquote für ein ausgewogenes Mandat beträgt neu 38%, wobei wir bewusst weiter auch Schwellenländer-Anleihen in Hartwährung (USD) beimischen.

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

Anleihen

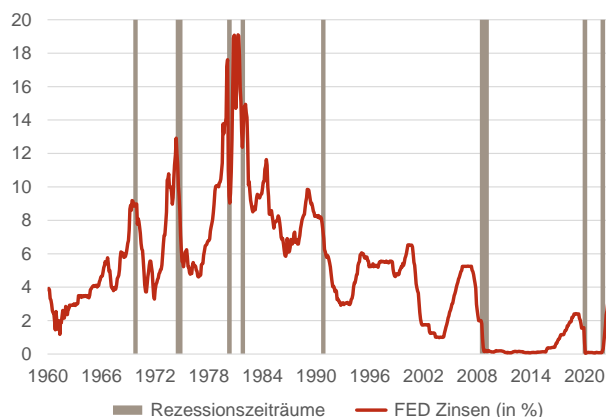
Das Jahr 2022 geht für Anleihen-Investoren als ein annus horribilis in die Geschichte ein. Schlagartig ansteigende Inflationswerte aufgrund der über die Jahre stark ausgeweiteten Geldmenge, Nachfrageüberhänge nach den Covid-bedingten Restriktionen bei gleichzeitig auftretenden Einschränkungen auf der Angebotsseite und zuletzt aufgrund der kriegerischen Eskalationen gestiegene Energie- und Lebensmittelpreise haben die Notenbanken auf den Plan gerufen. Mittels wiederholter starker Zinsanhebungen versuchen diese die Inflation wieder einzufangen und gleichzeitig die Inflationserwartung der Marktteilnehmer im Zaum zu halten. Letzteres ist vor allem zur Vermeidung negativer Zweitrundeneffekte von entscheidender Bedeutung.

Wie im letzten CIO Letter vom Dezember am Beispiel der FED ausgeführt, hat die US-Notenbank die Zinsen in den letzten fünfzig Jahren noch nie derart schnell dermassen stark erhöht. Mit den aggressiven Zinsschritten soll über ein Abbremsen der Nachfrage eine Verlangsamung der Wirtschaft erreicht werden, was wiederum dämpfend auf die Preisentwicklung durchschlagen dürfte. Über diesen Mechanismus wird die Inflation wieder auf ein gesundes Niveau zurückgeführt.

Die Erfahrung zeigt dabei, dass Notenbanken aufgrund der Unwägbarkeiten in diesem Mechanismus – weder ist die Wirkung klar noch ist diese zeitlich unmittelbar – zu einem zu späten Reagieren neigen und in der Tendenz übersteuern. Tatsächlich zeigt sich, dass auf einen Zyklus von Zinserhöhungen oftmals eine Rezession folgt.

Gleichzeitig ist offensichtlich, dass die Notenbanken in diesem Prozess der Inflationsbekämpfung eine kompromisslose Haltung einnehmen müssen: Nur so können sie sicherstellen, dass die Inflationserwartungen hinreichend tief bleiben. Sollten diese aus dem Ruder laufen, würden die dadurch entstehenden Zweitrundeneffekte potenziell eine schwer zu bändigende Inflationsspirale auslösen.

Konjunktur: Zinszyklen und nachfolgende Rezessionen (USA)



Angesichts dieses kompromisslosen Auftretens der Notenbanken haben die Märkte im zweiten Halbjahr 2022 begonnen, eine starke Abkühlung der Wirtschaft zu erwarten – eine in der damaligen Wahrnehmung unausweichliche harte Landung. Die Notwendigkeit der Konsequenz im Auftreten der Notenbanken wurde dabei ausgeblendet. Implizite Leitzinsersparungen von deutlich über 5% für die USA zeigten dies eindrücklich.

Nachdem die Teuerungsraten mittlerweile zurückkommen und sowohl die Arbeits- als auch die Rohstoffmärkte eine Entspannung zeigen, ist die Furcht vor einer harten Landung teilweise in eine Hoffnung auf eine weiche Landung umgeschlagen. Zinsen und Kreditaufschläge haben sich stabilisiert. Wir nutzen die Gelegenheit, um von höheren Zinsen auf qualitativ hochwertigen Papieren zu profitieren. Die Duration wählen wir dabei bewusst am kürzeren Ende, da die Zinsstrukturkurve aktuell längere Laufzeiten unseres Erachtens nicht hinreichend kompensiert. Der bewusste Fokus auf eine hohe Kreditqualität hilft, die Allokation durch

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.

eine weiter verbesserte Diversifikation noch stabiler zu gestalten.

Aktien

Durch die Entspannung an den Märkten in den letzten Wochen sind die Aktienkurse teilweise deutlich gestiegen. Die Hoffnung auf eine weiche Landung hat wieder zu vermehrten Käufen geführt. Dies umso mehr als auf Unternehmensebene die Datenkränze weiterhin eine nicht derart starke Abkühlung der Gesamtwirtschaft implizieren. Diese bereits mehrfach ausgeführte Diskrepanz zwischen der makroökonomischen Einschätzung der Marktstrategen und der mikroökonomischen Beurteilung durch die Analysten hat sich in den letzten Wochen entsprechend verkleinert.

Wir nutzen diese Entspannung mit teils deutlich höheren Kursen zu Gewinnmitnahmen und reduzieren das Aktienübergewicht. Neu halten wir die Aktienquote auf neutralem Niveau, wobei wir innerhalb der Aktien der Schwellenländer aufgrund der tieferen Bewertung in Kombination mit weitergehenden Normalisierungen im Wirtschaftsgang chinesische Aktien bevorzugen.

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. Beide Anlagen haben in den letzten Wochen einen positiven Beitrag erzielt.

Währungen

Aufgrund der veränderten Einschätzung bezüglich der weiteren Entwicklung der verschiedenen Notenbankpolitiken ist von einer weiteren Abschwächung des USD gegenüber dem CHF wie auch dem EUR auszugehen. Der EUR/CHF-Kurs dürfte sich in engen Bahnen bewegen.

Anhang

Wirtschafts- und Marktentwicklung

BIP-Entwicklung (E: Konsens)

	2021	2022E
USA	5.9%	1.9%
EU	5.4%	3.4%
Schweiz	4.3%	2.0%

Zentralbanken Leitzinsen

	17.01.2023	Markterwartung
USD FED	4.50%	5.00%
EUR EZB	2.00%	3.50%
CHF SNB	1.00%	

Währungen

	17.01.2023	Prognose
EUR/CHF	0.995	0.95 – 1.00
USD/CHF	0.922	0.90 – 0.94
EUR/USD	1.079	1.07 – 1.10

Aktienmärkte

	P/E ø 5J.	P/E 2024E
Welt	18.1x	14.7x
USA	19.7x	16.2x
Europa	15.7x	12.1x
Schweiz	18.6x	15.5x
Schwellenländer	13.3x	10.9x

Inflation (E: Konsens)

	2021	2022E
USA	4.7%	8.0%
EU	2.6%	8.4%
Schweiz	0.6%	2.9%

Staatsanleihen (10 Jahre)

	17.01.2023	Prognose
USA	3.55%	3.40% – 3.70%
Deutschland	2.09%	1.85% – 2.25%
Schweiz	1.08%	0.85% – 1.35%

Rohstoffe und Alternative

	17.01.2023	Prognose
Gold (USD/Unze)	1908.7	1830 – 1950
Ölpreis (USD/Brent)	85.9	78 – 92
Bitcoin USD	21316	18'000 – 22'000

Div. Rendite

	Prognose
	seitwärts
	seitwärts
	seitwärts
	seitwärts
	seitwärts

Marktentwicklung in Lokalwährung

Aktienmärkte

	QTD	YTD
Welt	5.2%	5.2%
USA	4.0%	4.0%
Europa	7.5%	7.5%
Schweiz	6.6%	6.6%
Schwellenländer	7.5%	7.5%

Rohstoffe und Alternative

	QTD	YTD
Gold (USD/Unze)	4.6%	4.6%
Ölpreis (USD/Brent)	0.0%	0.0%
Bitcoin USD	28.6%	28.6%

Staatsanleihen Rendite (10 Jahre)

	17.01.2023	30.12.2022
USA	3.55%	3.87%
EU	2.09%	2.57%
Schweiz	1.08%	1.62%

Währungen

	QTD	YTD
EUR/CHF	0.5%	0.5%
USD/CHF	-0.3%	-0.3%
EUR/USD	0.8%	0.8%

Daten per 17. Januar 2023, QTD: Performance seit Quartalsbeginn, YTD: Performance seit Jahresbeginn