

Monthly CIO Letter

24. Februar 2023

Die Hoffnungen auf eine doch noch weiche Landung verfangen immer mehr. Entsprechend positiv und entspannt zeigen sich die Anlagemärkte. Die gesamtwirtschaftliche Situation und die Marktlage scheinen aktuell deutlich abgestimmter zu sein. Wir verbleiben für den Moment in einer neutralen Position bezüglich Aktien; Anleihen bleiben untergewichtet.



Christoph Boner
Chief Investment Officer

Highlights

- Ein nachlassender Inflationsdruck und das weitere Ausbleiben von Zweitrundeneffekten lassen die Anlegergemeinde auf ein Ende der aggressiven Geldpolitik hoffen.
- Erstmals seit mehr als einem Jahr wurden die Wachstumsaussichten nach oben korrigiert.
- Die gesamtwirtschaftliche Situation und die aktuellen Marktniveaus stellen sich aktuell deutlich abgestimmter dar; eine Über- oder Untergewichtung der Aktienquote empfiehlt sich aktuell nicht.

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

Diese Woche jährt sich der Jahrestag der kriegerischen Eskalation im Russland-Ukraine-Konflikt zum ersten Mal. Nach Angebotsproblemen aufgrund verschiedener Covid-Massnahmen über die letzten Jahre und einem plötzlichen starken Anstieg der Nachfrage nach der Wiedereröffnung der Wirtschaft hat der Kriegausbruch über steigende Energie- und Lebensmittelpreise den Inflationsdruck schlagartig steigen lassen, was die Notenbanken zu unmittelbaren und aggressiven Zinsschritten zur Bekämpfung ebendieser Preisanstiege gezwungen hat. In einer in ihrer Geschwindigkeit und Heftigkeit nie dagewesenen Manier wurden die Zinsen seither aggressiv erhöht. Die dadurch provozierte Eintrübung der wirtschaftlichen Aussichten – in Kombination mit einer gestiegenen Risikoaversion – hatten die Anleihen wie auch die Aktienpreise auf Talfahrt geschickt.

Knapp ein Jahr nach dem ersten Zinsschritt der US Fed notieren die Aktienmärkte teils bereits wieder über den damaligen Niveaus, während die Zinsmärkte weiterhin tiefnotieren.

Aktien: Entwicklung seit dem ersten FED-Zinsschritt (15. März 2022)



Hintergrund der sich seit Oktober abzeichnenden Entspannung an den Märkten ist die Hoffnung auf eine doch weichere Landung der Wirtschaft – trotz in dieser Aggressivität nie dagewesenen Interventionen der verschiedenen Notenbanken.

Eine positivere Sicht auf die Inflationsentwicklung vor allem aufgrund tieferer Energiepreise wie auch das Ausbleiben von Zweitrundeeffekten haben im Januar gar in eine positive Revision der Wachstumszahlen für die globale Wirtschaft gemündet. Erstmals seit mehr als einem Jahr wurden die Wachstums-erwartungen nach oben korrigiert auf nunmehr 2.9% für das globale BIP im laufenden Jahr.

Dieses ausgewogenere Bild – höhere Kurse bei gleichzeitig verbesserten Wachstumsaussichten – lässt uns für den Moment an unserer neutralen Positionierung festhalten. Die Aktienquote für ein ausgewogenes Mandat beträgt 50%; während wir regional aktuell keine Präferenz abbilden, halten wir die Quote an chinesischen Aktien weiter zulasten der übrigen Schwellenländer übergewichtet.

Die Allokation auf zinstragende Papiere belassen wir für den Moment ebenfalls unverändert untergewichtet. Nachdem wir im Januar die Quote am kürzeren Ende zur Vermeidung von Opportunitätskosten angehoben haben, lassen uns die aktuell zu tiefen Zinsen am längeren Ende mit einem weiteren Aufbau der Quote zuwarten. Die Anleihenquote für ein ausgewogenes Mandat beträgt 38%, wobei wir bewusst weiter auch Schwellenländer-Anleihen in Hartwährung (USD) beimischen.

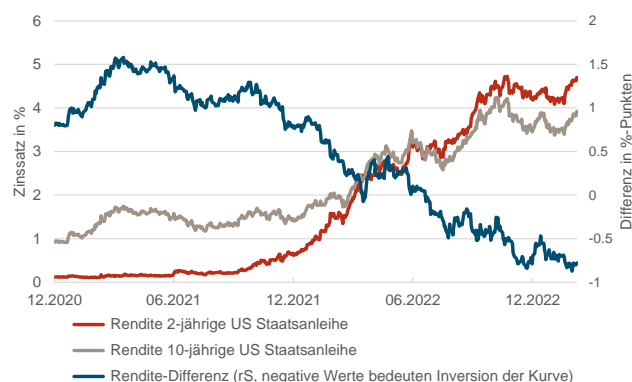
Diversifizierende Anlageklassen betrachten wir als zusätzliche Bestandteile in der Allokation. Zu diesem Zweck halten wir insbesondere weiter Gold in den Portfolios. Ebenfalls beigemischt sind Kryptoanlagen, die nach einem schlechten 2022 mit äusserst starken Kursentwicklungen ins laufende Jahr gestartet sind.

Anleihen

Mit sich zurückbildenden Inflationswerten und dem einstweiligen Ausbleiben von Zweitrundeeffekten hat sich die Situation an den Zinsmärkten zeitweilig deutlich entspannt. Die Hoffnung auf ein weniger aggressives Vorgehen der Notenbanken hat die Kurse beflügelt. So ist die Rendite des 10-jährigen Schweizer Eidgenossen im Januar deutlich unter 1% gesunken. Gleichzeitig sind die Risikoaufschläge teils deutlich gesunken, was den Anleihen etwas Rückenwind bescherte. So notieren seit Jahresbeginn verschiedene Zinsmärkte mit teils über 2% im Plus. Nach den letzten US-Arbeitsmarktzahlen sind die Zinsen allerdings wieder auf breiter Front gestiegen.

Sorge bereitet den Anlegerinnen und Anlegern die aktuell starke Invertierung der Kurven. Beispielsweise notiert die Verzinsung des 10-jährigen US Treasuries um 0.80%-Punkte unter jener des gleichen Papiers mit 2-jähriger Laufzeit. Eine solche Invertierung wird gemeinhin als Indikator für eine kommende Rezession angesehen.

Anleihen: Inversion der US Zinskurve



Wir gehen davon aus, dass dieses Risiko klar überschätzt wird und für einmal der Anleihenmarkt eine zu negative Sicht widerspiegelt. Grund für die starke Invertierung dürfte nicht zuletzt auch eine starke Verzerrung der Kurven am langen Ende aufgrund von weiter vorliegenden Notenbank-interventionen sein. Betrachtet man das wohl

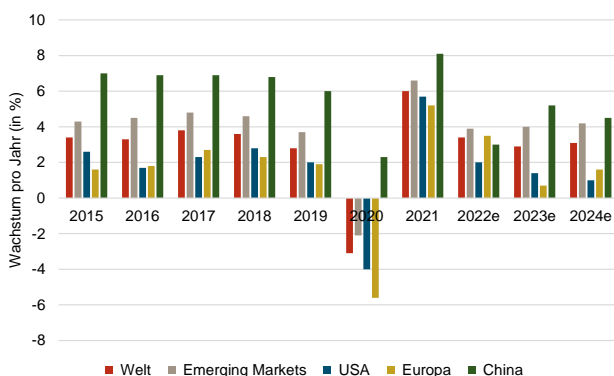
voranschreitende aber äusserst langsam erfolgende Abschmelzen der Notenbankbilanzen, so wird das Risiko steigender Zinsen auf der längeren Seite der Kurven evident. Vorsicht in der Positionierung bleibt somit Pflicht.

Aktien

Aktuell notieren die Aktienmärkte teilweise auf denselben Niveaus wie vor Jahresfrist – dies vor dem Hintergrund mittlerweile deutlich gestiegener Zinsen wie auch eines erwarteten verlangsamten Wachstums. Der zentrale Grund für diese (aktuell) positive Bilanz findet sich in der Gewinnentwicklung. Trotz gestiegener Kosten auf der Seite der Energieträger, weiterer Vorprodukte wie auch der Arbeitsressourcen gelingt es den Unternehmen weitgehend, ihre Margen und somit Gewinne dank höherer Absatzpreise zu halten.

Die mehrfach auch im CIO Letter ausgeführte Abweichung zwischen der makroökonomischen Einschätzung der Marktstrategen und der mikroökonomischen Beurteilung durch die Analysten beginnt sich somit zu verringern. Dieser Prozess hat zuletzt gar in einer (positiven) Revision der Wachstumsaussichten gemündet. So wird aktuell für die Weltwirtschaft ein Wachstum von neu 2.9% für 2023 erwartet – dies nach einem erwarteten Wachstumswert von 2.7% noch im Herbst 2022.

Wirtschaft: Wachstumsprognosen per Januar 2023 (Quelle: IMF)



Mit dieser ausgewogeneren Situation und dem schlussendlich stimmigeren Bild stellt eine neutrale Aktienpositionierung die logische Konsequenz dar.

Auf der negativen Seite ist aktuell die teilweise vorliegende Tiefenentspannung an den Märkten anzuführen, was sich in verschiedenen Risikoindikatoren zeigt. Ebenfalls besteht ein erhöhtes Risiko einer weiteren Wachstumsverlangsamung aufgrund der (verzögerten) Wirkungen der Zinsanhebungen, einem Auslaufen von Nachholeffekten nach der Aufhebung der Corona-Massnahmen – dies insbesondere auch in China – und den schlussendlich allenfalls doch noch notwendig werdenden Kostenkürzungen bei Unternehmen. Zurzeit rechtfertigen diese Faktoren allerdings nicht eine grundsätzlich vorsichtiger Positionierung bei Aktien.

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. Während der Goldpreis sich weiter im Widerstreit zwischen höheren Zinsen und Diversifikationsvorteilen im Portfolio befindet, erwarten wir für die Kryptoanlagen eine weitergehende Erholung über die nächsten Monate.

Währungen

Der USD dürfte aufgrund des fortgeschritteneren Zinszyklus weiter zur relativen Schwäche tendieren. Für den EUR/CHF-Wechselkurs erwarten wir weiter eine Seitwärtsbewegung.

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.

Anhang

Wirtschafts- und Marktentwicklung

BIP-Entwicklung (E: Konsens)

	2022	2023E
USA	2.1%	0.6%
EU	5.4%	0.4%
Schweiz	4.3%	0.6%

Inflation (E: Konsens)

	2022	2023E
USA	8.0%	3.8%
EU	8.4%	8.4%
Schweiz	2.9%	2.1%

Zentralbanken Leitzinsen

	21.02.2023 Markterwartung	
USD FED	4.75%	5.25%
EUR EZB	2.50%	3.50%
CHF SNB	1.00%	

Staatsanleihen (10 Jahre)

	21.02.2023	Prognose
USA	3.95%	3.75% – 4.10%
Deutschland	2.53%	2.35% – 2.60%
Schweiz	1.49%	1.30% – 1.60%

Währungen

	21.02.2023	Prognose
EUR/CHF	0.988	0.95 – 1.00
USD/CHF	0.928	0.90 – 0.94
EUR/USD	1.065	1.06 – 1.09

Rohstoffe und Alternative

	21.02.2023	Prognose
Gold (USD/Unze)	1'835	1'800 – 1'900
Ölpreis (USD/Brent)	83.1	78 – 92
Bitcoin USD	24'200	22'000 – 25'000

Aktienmärkte

	P/E ø 5J.	P/E 2024E	Div. Rendite	Prognose
Welt	18.7x	15.4x	2.2%	seitwärts
USA	20.2x	16.5x	1.7%	seitwärts
Europa	16.0x	13.2x	3.2%	seitwärts
Schweiz	19.4x	16.6x	2.8%	seitwärts
Schwellenländer	12.6x	11.8x	3.1%	seitwärts

Marktentwicklung in Lokalwährung

Aktienmärkte

	QTD	YTD
Welt	5.5%	5.5%
USA	4.4%	4.4%
Europa	9.3%	9.3%
Schweiz	5.6%	5.6%
Schwellenländer	4.1%	4.1%

Staatsanleihen Rendite (10 Jahre)

	21.02.2023	30.12.2022
USA	3.95%	3.87%
EU	2.53%	2.57%
Schweiz	1.49%	1.62%

Rohstoffe und Alternative

	QTD	YTD
Gold (USD/Unze)	0.6%	0.6%
Ölpreis (USD/Brent)	-4.4%	-4.4%
Bitcoin USD	46.0%	46.0%

Währungen

	QTD	YTD
EUR/CHF	-0.2%	-0.2%
USD/CHF	0.4%	0.4%
EUR/USD	-0.5%	-0.5%

Daten per 21. Februar 2023, QTD: Performance seit Quartalsbeginn, YTD: Performance seit Jahresbeginn