

# Monthly CIO Letter

24. März 2023

Banken haben das Geschehen an den Märkten in den letzten Tagen dominiert. Mit Auftreten der ersten negativen Auswirkungen der aggressiven Zinsanhebungen hat der Markt seine Erwartungen an die Zinsentwicklung deutlich revidiert. Die Inflationsbekämpfung wird allerdings prioritär bleiben. Wir behalten unsere neutrale Positionierung bei Aktien.



Christoph Boner  
Chief Investment Officer

## Highlights

- Mit dem Taumeln oder gar Untergang einzelner Banken hat der Markt seine Erwartungen an künftige Zinsanhebungen durch die Notenbanken deutlich nach unten revidiert.
- Auch wenn die Inflationsentwicklung zuletzt wie erwartet Anlass zur Hoffnung auf einen nachlassenden Zinsdruck gegeben hat, wird die Bekämpfung der nach wie vor zu hohen Inflation prioritär bleiben.
- Auch wenn insbesondere das mikroökonomische Bild weiter ansprechend ausfällt und die Bewertungen fair sind, so ist durch die Revision der Zinserwartungen doch ein neues Risiko entstanden.

## Asset Allocation

Anlageklassen	Veränderung	--	-	=	+	++
<b>Liquidität</b>	↑				•	
<b>Anleihen</b>	➡		•			
Referenzwährung	➡	•				
Welt	➡	•				
Emerging Markets	➡					•
Wandelanleihen	➡				•	
<b>Aktien</b>	➡			•		
Schweiz	➡			•		
Europa	➡			•		
USA	➡			•		
Pazifik	➡			•		
Emerging Markets	➡			•		
<b>Alternative Anlagen</b>						
Gold	➡				•	
Krypto	↓				•	
<b>Währungen</b>						
CHF	➡			•		
EUR	➡			•		
USD	➡			•		

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

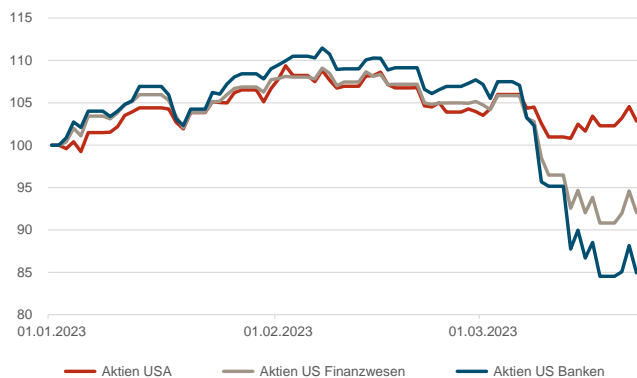
### Asset Allocation

Banken und das Finanzsystem standen in den letzten Tagen im Fokus der Märkte. Die aggressiven Zinsanhebungen der letzten Monate fordern ihren ersten Tribut – auch wenn im Einzelfall handwerkliches und anderweitiges Unvermögen als primäre Ursache herangezogen werden muss.

Die Reaktion der Märkte war heftig: Aktien gaben ihre Gewinne der ersten beiden Monate teils wieder vollständig auf; einzelne spezifische Segmente und insbesondere Werte der Bankindustrie notierten tiefrot. Auf der anderen Seite legten Anleihen von höherer Qualität deutlich zu, während sich die Kreditaufschläge bei schlechteren Qualitäten ausweiteten. Gold gewann ebenso an Wert wie anderweitig als sicher empfundene Anlagen.

Am eklatantesten waren die Reaktionen allerdings bezüglich des erwarteten weiteren Zinspfades. Während noch in der ersten Märzwoche ein Höchststand für die US-Leitzinsen von 5.8% erwartet wurde, sank dieser Wert schlagartig auf unter 5%. Die im Finanzsystem plötzlich auftretenden Spannungen aufgrund der durch die Notenbanken zügig angehobenen Zinsen könnten die Währungshüter dazu veranlassen, den Pfad der Zinsanstiege zu verlassen oder zumindest langsamer vorzugehen. Inflationbekämpfung oder Bankenrettung? – eine neue Dichotomie ist entstanden.

Bankensektor: Sektor mit grösseren Verlusten



Wir gehen davon aus, dass die Inflationbekämpfung klar prioritär bleiben wird. Allfällig notwendige Stützungen für das Bankensystem können anderweitig sichergestellt werden. Wie in unserem Blog ausgeführt sind die Themen dabei Vertrauen und Liquidität – und nur bedingt die Höhe der Zinsen sowie die Geschwindigkeit der Zinsanhebungen.

Im Widerstreit zwischen einem fundamental weiterhin ansprechenden und nach den Rücksetzern der letzten Wochen teilweise noch attraktiveren Bewertungsbild auf Ebene der Unternehmen und den neuerdings deutlich moderateren Zinserwartungen – hier könnte durchaus eine negative Überraschung drohen – ist eine neutrale Positionierung bei den Aktien angemessen. Das im letzten CIO Letter angesprochene asymmetrische Risikobild bleibt für den Moment bestehen. Die Aktienquote für ein ausgewogenes Mandat beträgt somit weiterhin 50%.

Die Allokation auf zinstragende Papiere belassen wir ebenfalls unverändert untergewichtet. Die Anleihenquote für ein ausgewogenes Mandat beträgt 38%, wobei wir bewusst weiter auch Schwellenländer-Anleihen in Hartwährung (USD) beimischen. Die Kreditqualität über den gesamten Anleihenanteil im Portfolio bleibt klar überdurchschnittlich.

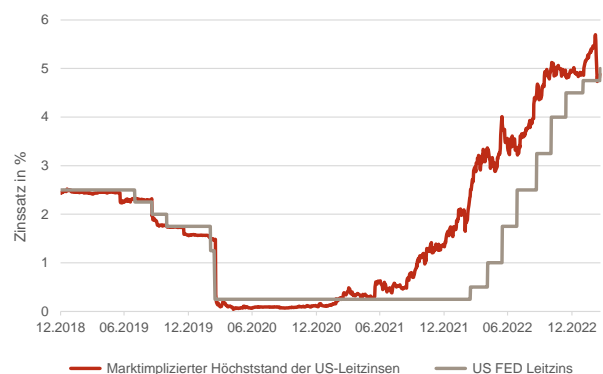
Diversifizierende Anlageklassen betrachten wir als zusätzliche Bestandteile in der Allokation. Zu diesem Zweck halten wir insbesondere weiter Gold in den Portfolios. Nach den starken Preisanstiegen auf Kryptoanlagen reduzieren wir diesen Portfolioanteil.

### Anleihen

Die Verwerfungen im globalen Finanzsystem haben die Zinsmärkte heftig durchgeschüttelt. Mit gestiegener Unsicherheit und einer Flucht in sichere Anlagen sind die Zinsen auf Staatsanleihen deutlich zurückgekommen. So ist beispielsweise der Zins auf zehnjährigen Eidgenossen von 1.57% in den ersten Märztagen auf zwischenzeitlich unter 1% gefallen. Auch der Zins auf den vergleichbaren US-Papieren ist zeitweise unter 3.50% gefallen.

Aufgrund der aufkeimenden Angst um das Finanzsystem nach dem Ausfall verschiedener Banken, hat der Markt seine Erwartungen bezüglich der weiteren Zinsschritte ebenfalls deutlich nach unten revidiert. Mit nunmehr einem erwarteten Höchststand von 4.9% für Mai 2023 liegt dieser Wert auf dem aktuellen Leitzinsniveau.

US-Leitzinsen: Entwicklung der erwarteten Höchststände



Nachdem die Inflationwerte wie erwartet wohl in Rückbildung sind, so liegen sie dennoch weiterhin deutlich über einem vertretbaren Niveau. Unseres Erachtens wird die Inflationbekämpfung prioritär bleiben und die aktuelle Markterwartung überschätzt das Ausmass der Rücksichtnahme auf mögliche Probleme im Bankensektor. Wie auch die aktuelle Situation rund um die First Republic Bank zeigt, werden wohl auch künftig einzelne Institute in Schieflage geraten – um sie zu retten sind jedoch keine tieferen Zinsen notwendig.

Mit dem Zinsentscheid vom 22. März hat die FED ebendies, wie die Woche vorher bereits die EZB, deutlich bestätigt, auch wenn bezüglich der weiteren Entwicklung sehr bewusst ein moderaterer Ton gewählt wurde.

### Aktien

So schnell die Aktienmärkte im Kielwasser der Probleme im Bankensystem an Wert verloren hatten, so schnell erholten sie sich in den folgenden Tagen wieder. Die Erwartungen bezüglich einer weniger aggressiven Leitzinspolitik liessen die Beteiligungspapiere schnell wieder an Wert gewinnen.

Betrachtet man die Bewertung der einzelnen Märkte, so ist diese als fair bis attraktiv zu beurteilen. Auch wenn die Zinsanhebungen erste Spuren in den Erfolgsrechnungen der Unternehmen zu zeigen beginnen, so bleibt der Ausblick auf Unternehmensebene weiter positiv – negative Überraschungen sind die Ausnahme.

Im Sinne eines antizyklischen Verhaltens können verschiedene Indikatoren – wie das Verhältnis von Bullen zu Bären oder auch die Niveaus von marktimpliziten Volatilitäten – zusätzlich als Kaufargumente angeführt werden. Nachdem wir wie oben ausgeführt allerdings auch sehen, dass durch die veränderte Zinserwartung eine neue Risikokomponente eingeführt wurde, belassen wir die Allokation auf neutralem Niveau.

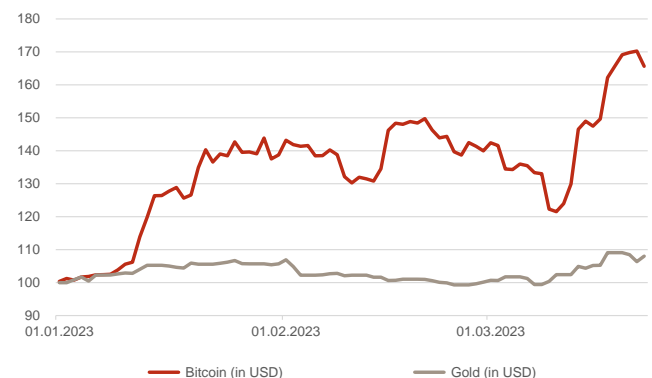
### Alternative Anlagen

Die alternativen Anlagen dienen im Portfoliokontext der weiteren Diversifikation der Risiken und helfen so, das Risiko-Ertrags-Verhältnis zu verbessern.

Gold hat in den letzten Tagen mit steigender Unsicherheit und einer moderateren Erwartung an die künftige Zinspolitik deutlich an Wert gewonnen. Wir halten am Übergewicht fest.

Die 2008 im Zuge der Finanzkrise entstandenen ersten Protokolle für Kryptowährungen haben der Idee eines alternativen Geldsystems folgend deutlich an Wert gewonnen. Nach einem Wertanstieg von gegen 70% seit Beginn des Jahres reduzieren wir unser Engagement, behalten jedoch eine kleinere Position bei. Mögliche Verwerfungen im Finanzsystem, eine weiter voranschreitende Institutionalisierung und die anstehende «Halbierung» des Schürfungswerts im ersten Halbjahr 2024 dürften weiter für Rückenwind sorgen.

Alternative: Entwicklung von Bitcoin und Gold seit Anfang 2023



### Währungen

Der USD dürfte aufgrund des fortgeschritteneren Zinszyklus weiter zur relativen Schwäche tendieren. Für den EUR/CHF-Wechselkurs erwarten wir 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%	0.9%
EU	3.6%	0.5%
Schweiz	2.2%	0.6%

#### Zentralbanken Leitzinsen

	22.03.2023 / Markterwartung	
USD FED	5.00%	5.25%
EUR EZB	3.00%	3.50%
CHF SNB	1.00%	

#### Währungen

	22.03.2023	Prognose
EUR/CHF	0.996	0.95 – 1.00
USD/CHF	0.917	0.90 – 0.94
EUR/USD	1.086	1.06 – 1.09

#### Aktienmärkte

	P/E ø 5J.	P/E 2024E
Welt	18.7x	14.9x
USA	20.2x	16.2x
Europa	15.9x	12.0x
Schweiz	19.5x	16.1x
Schwellenländer	13.5x	10.2x

#### Inflation (E: Konsens)

	2022	2023E
USA	8.0%	4.1%
EU	8.4%	8.4%
Schweiz	2.9%	2.4%

#### Staatsanleihen (10 Jahre)

	22.03.2023	Prognose
USA	3.43%	3.40% – 3.75%
Deutschland	2.33%	2.30% – 2.50%
Schweiz	1.24%	1.20% – 1.50%

#### Rohstoffe und Alternative

	22.03.2023	Prognose
Gold (USD/Unze)	1'970	1900 – 2000
Ölpreis (USD/Brent)	76.7	72 – 80
Bitcoin USD	27'392	25'000 – 30'000

#### Div. Rendite

	Prognose
	seitwärts
	seitwärts
	seitwärts
	seitwärts
	seitwärts

### Marktentwicklung in Lokalwährung

#### Aktienmärkte

	QTD	YTD
Welt	3.7%	3.7%
USA	2.9%	2.9%
Europa	5.8%	5.8%
Schweiz	2.8%	2.8%
Schwellenländer	0.9%	0.9%

#### Rohstoffe und Alternative

	QTD	YTD
Gold (USD/Unze)	8.0%	8.0%
Ölpreis (USD/Brent)	-11.3%	-11.3%
Bitcoin USD	65.2%	65.2%

#### Staatsanleihen Rendite (10 Jahre)

	22.03.2023	30.12.2022
USA	3.43%	3.87%
EU	2.33%	2.57%
Schweiz	1.24%	1.62%

#### Währungen

	QTD	YTD
EUR/CHF	0.6%	0.6%
USD/CHF	-0.8%	-0.8%
EUR/USD	1.4%	1.4%

Daten per 22. März 2023, QTD: Performance seit Quartalsbeginn, YTD: Performance seit Jahresbeginn