

Monthly CIO Letter

21. April 2023

Mit der Revision der Zinserwartungen nach den Verwerfungen im globalen Finanzsystem hat sich ein negatives Überraschungspotenzial aufgetan: Die Inflationbekämpfung wird prioritär bleiben und weitere Zinsanhebungen könnten die Märkte auf dem falschen Fuss erwischen. Wir belassen unsere Allokation für den Moment unverändert.



Christoph Boner
Chief Investment Officer

Highlights

- Die Märkte haben in den letzten Wochen ihre Erwartungen an weitere Zinsanhebungen deutlich nach unten revidiert.
- Die Inflation ist auf dem Rückzug. Ein genauerer Blick zeigt jedoch eine gewisse Persistenz. Die Notenbanken werden den Pfad der restriktiven Geldpolitik kaum im vom Markt aktuell erwarteten Rahmen verlassen können.
- Wir gehen nicht davon aus, dass das Vorliegen dieser Diskrepanz unmittelbar die Märkte belasten wird; ein diesbezügliches Risiko verbleibt dennoch. Wir belassen unsere Aktienpositionierung neutral.

Asset Allocation

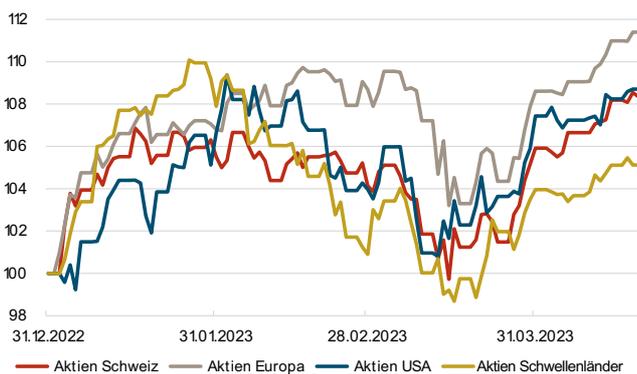
Anlageklassen	Veränderung	--	-	=	+	++
Liquidität	➔				•	
Anleihen	➔		•			
Referenzwährung	➔	•				
Welt	➔	•				
Emerging Markets	➔					•
Wandelanleihen	➔				•	
Aktien	➔			•		
Schweiz	➔			•		
Europa	➔			•		
USA	➔			•		
Pazifik	➔			•		
Emerging Markets	➔			•		
Alternative Anlagen						
Gold	➔				•	
Krypto	➔				•	
Währungen						
CHF	➔			•		
EUR	➔			•		
USD	➔			•		

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

Asset Allocation

Nach den zwischenzeitlichen Rücksetzern an den Aktienmärkten haben sich diese in den letzten Wochen wieder deutlich erholt. So erklommen in den letzten Tagen verschiedene Aktienmärkte vor allem in Europa neue Höchststände. Die Probleme im globalen Finanzsystem sind für den Moment in den Hintergrund getreten.

Aktienmärkte im laufenden Jahr 2023



Geblichen sind jedoch nach den Verwerfungen im Bankensystem die revidierten Erwartungen bezüglich der weiteren Zinsentwicklungen. Hatten die Märkte bis dato jeweils die kommenden Zinsanhebungen als Erwartung bereits berücksichtigt, so zeigen die aktuellen Preise, dass kaum noch weitere Zinsanhebungen erfolgen dürften – die sich zwar zurückbildende aber dennoch weiter überhöht zeigende Inflation lässt jedoch eine andere Entwicklung erwarten. Eine gewisse Diskrepanz mit entsprechendem Überraschungspotenzial zeichnet sich hier ab.

Wir gehen davon aus, dass die Inflationsbekämpfung für die Notenbanken klar prioritär bleiben wird. Erstens ist weiterhin eine Abkühlung der Wirtschaft zur nachhaltigen Inflationsbekämpfung erforderlich; zweitens existieren adäquatere Mittel zur allfällig notwendigen Stützung von schlingernden Bankhäusern. Ohnehin liegen die volkswirtschaftlich negativen Implikationen nicht im Risiko kurzfristiger Ausfälle von Finanzunternehmen; wie im Blog ausgeführt belastet der durch die raschen Zinsanhebungen verringerte Handlungsspielraum der Banken die weitere wirtschaftliche Entwicklung deutlich stärker.

Nachdem sich das fundamentale Bild weiterhin ausgewogen zeigt und wir nicht von einer unmittelbaren Materialisierung des angesprochenen Risikos ausgehen, verbleiben wir für den Moment bei einer neutralen Aktienquote von 50% für ein ausgewogenes Risikoprofil.

Die Allokation auf zinstragende Papiere belassen wir ebenfalls unverändert untergewichtet. Die Anleihenquote für ein ausgewogenes Mandat beträgt 38%, wobei wir bewusst weiter auch Schwellenländeranleihen in

Hartwährung (USD) beimischen. Die Kreditqualität über den gesamten Anleihenanteil im Portfolio bleibt klar überdurchschnittlich und die Duration deutlich unter derjenigen des Gesamtmarktes.

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

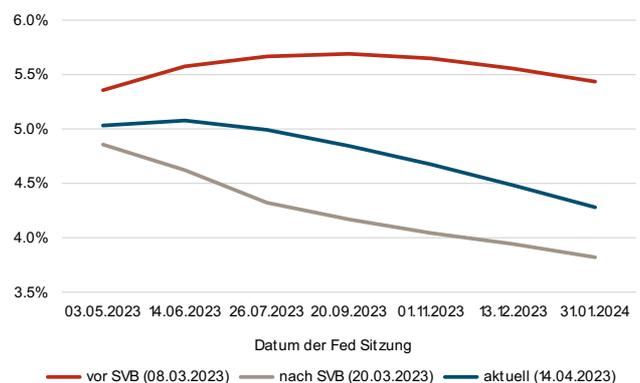
Anleihen

Nach den gefallen Zinsen und den gestiegenen Kreditaufschlägen infolge der Ausfälle im internationalen Bankensystem haben sich die Anleihenmärkte in den letzten Tagen beruhigt. Geblieben ist eine deutlich verschobene Zinserwartung.

So haben die Anleihenmärkte noch zu Beginn des Monats März für die USA Zinsanhebungen bis zu einem Leitzins von deutlich über 5.5% erwartet; Zinssenkungen waren noch nicht in den Büchern. Nach dem Kollaps der Silicon Valley Bank (SVB) wurde diese Erwartung deutlich revidiert: Der Zinshöhepunkt galt als erreicht und die kommenden Monate sollten sukzessive Zinssenkungen mit sich bringen.

Mittlerweile hat sich dieses Bild etwas eingemittelt: Aktuell wird noch maximal ein weiterer Zinsschritt erwartet und für die zweite Jahreshälfte dürften erste Zinssenkungen zu erwarten sein. Während die Zinserwartungen in den vergangenen Monaten jeweils erfolgende Zinsanstiege antizipiert haben, liegen die aktuellen Erwartungen im Bereich der aktuellen Zinsen – das Ende des Zinsanhebungszyklus liegt also nahe.

US-Leitzinsen: Veränderung der Markterwartungen



Im Gegenzug zeigt sich die Inflation wohl erwartungsgemäss rückläufig, jedoch auch mit einer gewissen Hartnäckigkeit – insbesondere zeigt die Kerninflation, dass der Weg hin zu Inflationswerten im Bereich der formulierten Zielgrössen von 2% noch weit ist.

So muss davon ausgegangen werden, dass Notenbanken in der Priorisierung ihrer Aufgaben entgegen den aktuellen Markterwartungen doch weiter an der Zinsschraube drehen könnten; eine negative Überraschung für die Märkte könnte in den Karten sein.

Aktien

Die Aussicht auf ein baldiges Nachlassen des aggressiven Zinsanhebungszyklus hat den Aktienmärkten in den vergangenen Wochen Auftrieb beschert – dies trotz sich vermehrt einstellender Signale einer wirtschaftlichen Abkühlung. Nicht nur zeigen Vorlaufindikatoren eine Abschwächung, auch in den Zahlen einzelner Unternehmen zeigen sich Spuren einer gesamtwirtschaftlichen Verlangsamung.

Nach der Erholung der Märkte in den letzten Wochen zeigen sich die meisten Aktienmärkte bewertungstechnisch fair bezogen auf ihre historische Entwicklung. Auch vor dem Hintergrund des angeführten negativen Überraschungspotenzials fehlt uns aktuell das Argumentarium für eine deutliche Positionierung. Das ausgewogene Bild lässt uns für den Moment an einer neutralen Aktienquote von 50% festhalten. Über das weitere Fokussieren auf wachstumsorientierte Werte halten wir das Portfolio-Beta weiterhin leicht über eins.

Alternative Anlagen

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

Gold hat weiter an Wert gewonnen und wir halten aus Risikoüberlegungen weiter am Übergewicht fest – auch wenn weitere Zinsanhebungen Druck auf den Preis des Edelmetalls ausüben dürften.

Nachdem wir im letzten Monat unsere Positionen in Kryptoanlagen nach der starken Preisentwicklung reduziert haben, halten wir aktuell weiter an einer Position auf die fünf grossen Kryptowährungen fest.

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.

Auch wenn kein intrinsischer Wert in diesen Anlagen zu verorten ist, so hat der Hintergrund – eine Alternative zum klassischen Geldsystem – in Zeiten eines kritisch beäugten Finanzsystems enormes Kurspotenzial mit darüber hinaus potenziell diversifizierender Wirkung. Die anstehende «Halbierung» des Schürfungswerts von Bitcoin im ersten Halbjahr 2024 dürfte weiter für Rückenwind sorgen.

Währungen

Während der EUR/CHF-Wechselkurs in den vergangenen Wochen seitwärts tendierte, zeigt sich der USD erwartungsgemäss schwächer. Diese Entwicklung wurde durch die Moderation der USD-Zinserwartungen noch verstärkt.

Währungen: Veränderungen von EUR zum USD und CHF



Sollte die US-Fed wie angeführt mit weiteren Zinsanhebungen die Märkte überraschen, so dürfte die Talfahrt fürs Erste gestoppt sein. Für den Moment halten wir an den USD-Positionen fest.

Anhang

Wirtschafts- und Marktentwicklung

BIP-Entwicklung (E: Konsens)

	2022	2023E
USA	2.1%	1.1%
EU	3.6%	0.6%
Schweiz	2.2%	0.6%

Zentralbanken Leitzinsen

	18.04.2023	arkterwartung
USD FED	5.00%	5.25%
EUR EZB	3.00%	3.50%
CHF SNB	1.50%	

Währungen

	18.04.2023	Prognose
EUR/CHF	0.983	0.95 – 1.00
USD/CHF	0.896	0.88 – 0.93
EUR/USD	1.097	1.00 – 1.05

Aktienmärkte

	P/E ø 5J.	P/E 2024E
Welt	18.7x	15.6x
USA	20.3x	17.2x
Europa	15.9x	12.6x
Schweiz	19.6x	17.2x
Schwellenländer	13.5x	10.8x

Marktentwicklung in Lokalwährung

Aktienmärkte

	QTD	YTD
Welt	1.7%	9.7%
USA	1.2%	8.7%
Europa	2.6%	11.4%
Schweiz	2.5%	8.5%
Schwellenländer	1.1%	5.2%

Rohstoffe und Alternative

	QTD	YTD
Gold (USD/Unze)	1.8%	9.9%
Ölpreis (USD/Brent)	6.1%	-2.1%
Bitcoin USD	7.1%	83.5%

Inflation (E: Konsens)

	2022	2023E
USA	8.0%	4.2%
EU	8.4%	8.4%
Schweiz	2.9%	2.5%

Staatsanleihen (10 Jahre)

	18.04.2023	Prognose
USA	3.58%	3.40% – 3.75%
Deutschland	2.48%	2.35% – 2.60%
Schweiz	1.15%	1.10% – 1.30%

Rohstoffe und Alternative

	18.04.2023	Prognose
Gold (USD/Unze)	2'005	1950 – 2050
Ölpreis (USD/Brent)	84.8	80 – 88
Bitcoin USD	30'422	28'000 – 33'000

Div. Rendite

	Prognose
	seitwärts

Staatsanleihen Rendite (10 Jahre)

	18.04.2023	30.12.2022
USA	3.58%	3.87%
EU	2.48%	2.57%
Schweiz	1.15%	1.62%

Währungen

	QTD	YTD
EUR/CHF	-0.9%	-0.6%
USD/CHF	-2.1%	-3.1%
EUR/USD	1.2%	2.5%

Daten per 18. April 2023, QTD: Performance seit Quartalsbeginn, YTD: Performance seit Jahresbeginn