

Monthly CIO Letter

26. Mai 2023

Der Markt zeigt sich aktuell von einer entspannteren Seite – Zinssenkungsfantasien sei Dank. Auch wenn sich diese Erwartungen nicht materialisieren sollten, so bleibt das fundamentale Bild für den Moment dennoch robust. Wir belassen unsere Aktien-Allokation unverändert.



Christoph Boner
Chief Investment Officer

Highlights

- Die revidierten Zinserwartungen des Marktes zeigen eine gewisse Persistenz: Der Zinshöhepunkt sei schon bald erreicht und erste Zinssenkungen in den USA werden teils noch dieses Jahr erwartet.
- Wie im letzten Monat ausgeführt, hat diese Entspannung ein negatives Überraschungspotenzial kreiert. Das fundamentale Bild zeigt sich allerdings weiter von der robusten Seite. Es besteht aktuell (noch) kein Grund, das Risikoniveau zu senken.
- Die USD-Zinskurve zeigt sich weiterhin stark invertiert. In Erwartung einer Normalisierung erhöhen wir gezielt die Allokation in USD-Staatsanleihen.

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	→			•		

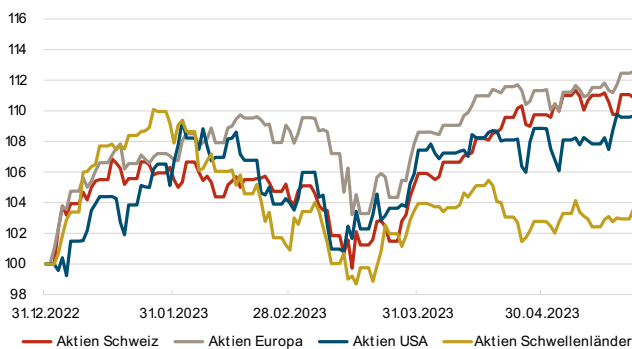
Veränderung: gegenüber Vormonat, **Positionierung:** -- stark untergewichtet | - untergewichtet | = neutral | + übergewichtet | ++ stark übergewichtet

Asset Allocation

Die globalen Aktienmärkte zeigten sich in den letzten Wochen weiter entspannt. Verschiedene Märkte haben zwischenzeitlich neue Höchststände erklommen und gemessen am Weltaktienindex steht per Mitte Mai ein Plus von über 10% seit Jahresbeginn zu Buche (in USD). Lediglich Schwellenländerpapiere hinken dieser Entwicklung hinterher, zeigen aber ebenfalls eine Wertsteigerung seit Jahresbeginn.

Die Risiken haben sich jedoch nicht verflüchtigt. Die optimistische Sicht auf die weitere Zinsentwicklung – erwartete Zinssenkungen teils bereits ab September 2023 –, das weitgehende Ausblenden geopolitischer Risiken und neu die sich aufheizende Diskussion um die US-Schuldenobergrenze bergen allesamt Risiken für die globalen Kapitalmärkte.

Aktienmärkte im laufenden Jahr 2023



Eine Risikoasymmetrie ist klar auszumachen: Auf der einen Seite stehen die genannten Risikofaktoren; auf der anderen Seite fällt es nicht leicht, potenzielle Auslöser für weitere nachhaltige Kursanstiege auszumachen. Das fundamentale Bild – Entwicklung der Unternehmensgewinne wie auch die Situation am Arbeitsmarkt – zeigt sich weiterhin hinreichend solide. Die Märkte scheinen somit aktuell fair bewertet. Wir verbleiben für den Moment bei einer neutralen Aktienquote von 50% für ein ausgewogenes Risikoprofil.

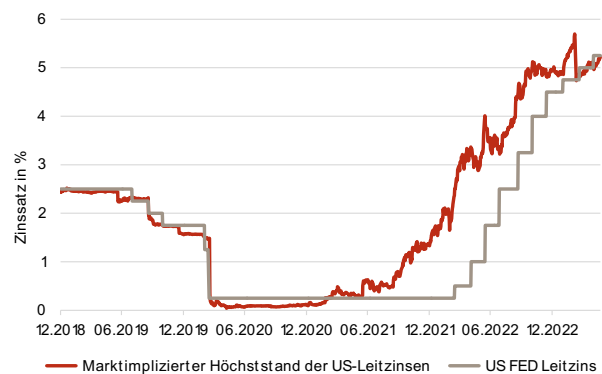
Die Allokation auf zinstragende Papiere erhöhen wir dagegen spezifisch durch einen Zukauf von US-Staatsanleihen. Wir setzen die Anlage dabei dergestalt auf, dass wir zusätzlich von einer Normalisierung der USD-Zinskurve – also einer Rückkehr zu einer normalen, ansteigenden Kurve – profitieren. Die Anleihenquote für ein ausgewogenes Mandat beträgt neu 40%. Weiter halten wir ebenfalls Anleihen von Schwellenländern in USD. Die Kreditqualität über den gesamten Anleihenanteil im Portfolio bleibt überdurchschnittlich und die Duration unter derjenigen des Gesamtmarktes.

Zur Diversifikation halten wir weiterhin Gold und Kryptoanlagen in den Portfolios.

Anleihen

Mit dem Niedergang einzelner US-Regionalbanken hat sich die Zinserwartung des Marktes bezüglich des Höchstwerts für die Leitzinsen von zwischenzeitlich fast 6% schlagartig auf rund 5% – und somit nahe an das aktuelle Niveau – reduziert. Der Markt geht davon aus, dass für die USA der Zinshöchststand erreicht ist und erwartet gar ab September erste Zinssenkungen.

Zinserwartungen und US-Leitzinsen



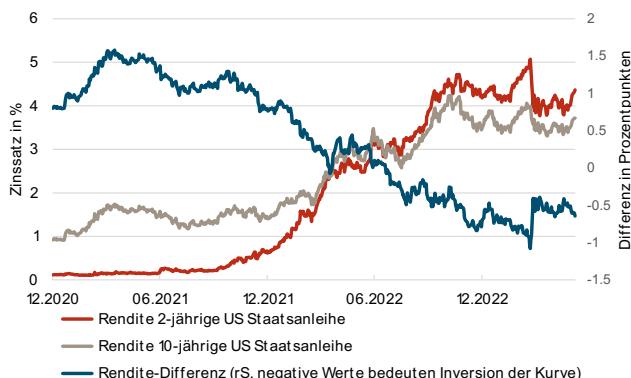
Diese Erwartung erachten wir als optimistisch. Wohl ist die Inflation auf dem Rückzug; ein weiterhin sehr starker Konsum in Kombination mit einer nur schleppenden Entspannung am Arbeitsmarkt bedeuten jedoch einen anhaltend hohen Druck auf die Notenbanken. Für Europa erwartet der Markt aktuell einen oder zwei weitere Anhebungsschritte. Auch hier werden für das erste Quartal 2024 bereits erste Zinssenkungen impliziert.

Im Gegenzug ist anzumerken, dass die historisch heftigen Anstiege der Zinsen ein zeitweiliges Innehalten durch die Notenbanken als sinnvoll erscheinen lässt; tatsächlich zeigen sich die Folgen höherer Zinsen erfahrungsgemäss erst Monate später und der aktuelle Zinsanhebungszyklus für die USA ist gerade mal 14 Monate alt, derjenige für Europa zehn Monate.

Eine vorsichtige Positionierung im Zinsmarkt bleibt für uns das Gebot der Stunde. Der Fokus im Portfolio liegt auf einer hohen Kreditqualität. Auf hochverzinsliche Anlagen verzichten wir gänzlich und die Duration bleibt weiter unter der Marktduration.

Dennoch erhöhen wir punktuell die Anlagen in USD-Staatsanleihen. Dabei bedienen wir uns einer Struktur, die von einer Normalisierung der Zinsstrukturkurve – also einem Rückgang der kurzfristigen und/oder einem Anstieg der längerfristigen Zinsen – profitiert.

US-Zinsen: Invertierung der Zinsstrukturkurve



Aktien

Die Aussicht auf ein baldiges Nachlassen des aggressiven Zinsanhebungszyklus hat den Aktienmärkten in den vergangenen Wochen Auftrieb beschert – dies trotz einer sich einstellenden Erkenntnis der schlussendlichen Notwendigkeit einer rezessiven Phase. Die Inflationswerte sind nach wie vor zu hoch und die Ursache der Inflation zu stark angebotsgetrieben, als dass die Notenbank alleine über Zinsanhebungen die Inflation in den Griff bekommen könnte – dies funktioniert, um die Inflationsspitzen zu brechen und die Inflation in den Bereich von 4% bis 5% zurückzuführen. In Kombination mit dem weiter angespannten Arbeitsmarkt wird nur über eine rezessive Phase hinreichend Druck auf die Inflationsrate entstehen, um diese zurück auf die Zielniveaus von gemeinhin um 2% zu bringen.

Im Gegenzug zeigen die fundamentalen Daten auf Unternehmensseite weiter ein ansprechendes Bild und Anzeichen einer heraufziehenden Rezession sind kaum zu erkennen. Drei von vier Unternehmen haben in der laufenden Berichtssaison ihre Ziele erreicht oder gar übertroffen und die formulierten Wachstumsziele und auch Erwartungen sind deutlich im positiven Bereich. Vor diesem Hintergrund sind die Aktienmärkte weiterhin fair bewertet.

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.

Die laufende Diskussion um die Schuldenobergrenze in den USA dürfte eine erhöhte Volatilität mit sich bringen. Zu erwarten ist ein Kompromiss in letzter Minute; kurzfristige Zahlungsprobleme mit entsprechenden Verwerfungen an den Finanzmärkten können nicht ausgeschlossen werden. Wir behalten die Aktienquote für ein ausgewogenes Profil unverändert bei 50%.

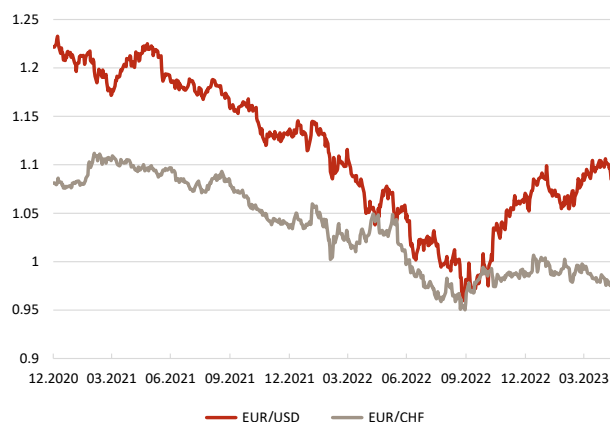
Alternative Anlagen

Die alternativen Anlagen dienen im Portfoliokontext der weiteren Diversifikation. Zu diesem Zweck behalten wir weiter Gold als Beimischung und auch eine Position in Kryptanlagen.

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. 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.

Währungen: Veränderungen von EUR zum USD und CHF



Anhang

Wirtschafts- und Marktentwicklung

BIP-Entwicklung (E: Konsens)

	2022	2023E
USA	2.1%	1.1%
EU	3.6%	0.7%
Schweiz	2.2%	0.6%

Zentralbanken Leitzinsen

	23.05.2023	Markterwartung
USD FED	5.25%	5.25%
EUR EZB	3.25%	3.75%
CHF SNB	1.50%	

Währungen

	23.05.2023	Prognose
EUR/CHF	0.971	0.95 – 1.00
USD/CHF	0.901	0.88 – 0.93
EUR/USD	1.077	1.03 – 1.08

Aktienmärkte

	P/E ø 5J.	P/E 2024E
Welt	18.7x	15.6x
USA	20.3x	17.2x
Europa	16.0x	12.2x
Schweiz	19.6x	17.3x
Schwellenländer	13.5x	10.7x

Marktentwicklung in Lokalwährung

Aktienmärkte

	QTD	YTD
Welt	1.4%	9.4%
USA	1.1%	8.7%
Europa	3.3%	12.2%
Schweiz	3.9%	10.1%
Schwellenländer	-0.8%	3.2%

Rohstoffe und Alternative

	QTD	YTD
Gold (USD/Unze)	0.3%	8.3%
Ölpreis (USD/Brent)	-4.8%	-12.0%
Bitcoin USD	-4.1%	64.2%

Inflation (E: Konsens)

	2022	2023E
USA	8.0%	4.2%
EU	8.4%	5.6%
Schweiz	2.9%	2.5%

Staatsanleihen (10 Jahre)

	23.05.2023	Prognose
USA	3.69%	3.40% – 3.80%
Deutschland	2.47%	2.35% – 2.60%
Schweiz	1.05%	1.00% – 1.25%

Rohstoffe und Alternative

	23.05.2023	Prognose
Gold (USD/Unze)	1'975	1'950 – 2'050
Ölpreis (USD/Brent)	76.8	70 – 80
Bitcoin USD	27'223	25'000 – 30'000

Div. Rendite

	Prognose
	seitwärts
	seitwärts
	seitwärts
	seitwärts
	seitwärts

Staatsanleihen Rendite (10 Jahre)

	23.05.2023	30.12.2022
USA	3.69%	3.87%
EU	2.47%	2.57%
Schweiz	1.05%	1.62%

Währungen

	QTD	YTD
EUR/CHF	-2.1%	-1.9%
USD/CHF	-1.5%	-2.5%
EUR/USD	-0.6%	0.6%

Daten per 23. Mai 2023, QTD: Performance seit Quartalsbeginn, YTD: Performance seit Jahresbeginn