

# Monthly CIO Letter

26. Juni 2023

Die Revision der Zinserwartungen hat die Märkte auch im zweiten Quartal 2023 unterstützt. Mit einer aktuell (zu) optimistischen Einschätzung bezüglich der weiteren Zinsentwicklung hat sich ein negatives Überraschungspotenzial aufgetan. Wir realisieren Gewinne auf US Aktien und reduzieren die Aktienquote.



Christoph Boner  
Chief Investment Officer

## Highlights

- Mit der sich festigenden Erwartung, dass der laufende Zinszyklus seinen Höhepunkt erreicht haben könnte, haben sich vor allem die Aktienmärkte in den letzten Wochen positiv entwickelt.
- Mit einer weiterhin überhöhten Inflation, einem angespannten Arbeitsmarkt und einer nach wie vor starken gesamtwirtschaftlichen Nachfrage könnte diese Erwartung bezüglich der Zinsentwicklung enttäuscht werden.
- Wir reduzieren unser Aktienengagement in den USA und verkaufen Positionen im Technologiesektor.

## 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

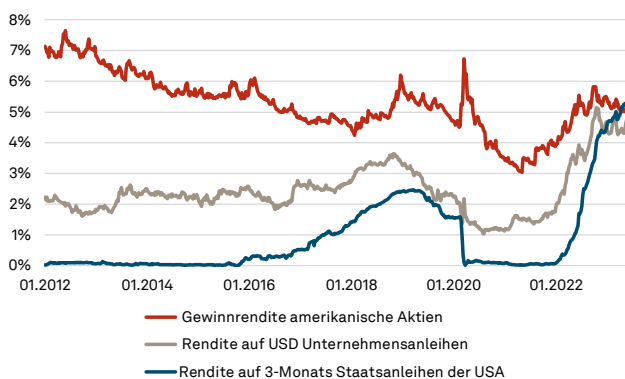
Trotz allgegenwärtiger Prognosen über eine wirtschaftliche Abkühlung und das Eintreten einer Wachstumsverlangsamung oder gar Rezession zeigen die Anlagemärkte ein ansprechendes bis gutes erstes Halbjahr 2023.

Während der globale Aktienmarkt über 10% an Wert zugelegt hat, zeigen auch die Anleihenmärkte ebenfalls Zugewinne. Vor allem die Entwicklung der letzten Wochen ist auf eine deutliche Veränderung der Zinserwartungen zurückzuführen. Mit den auftretenden Problemen im Finanzsystem hat der Markt seine Erwartungen an die weitere Zinsentwicklung revidiert: so werden mittlerweile für die USA noch in diesem Jahr, für Europa im ersten Quartal 2024 erste Zinssenkungen erwartet.

Dieser Erwartungen an die weitere Zinsentwicklung sind zu optimistisch. Zum einen liegt die Inflation nach wir vor über den durch die Notenbanken formulierten Zielwerten. Zum anderen zeigt sich der Arbeitsmarkt weiter robust und die gesamtwirtschaftliche Nachfrage ist ungebrochen stark. In einer solchen Situation haben Notenbanken – exogene Schocks vorbehalten – noch nie Zinsen gesenkt.

Mit einer zu optimistischen Sichtweise auf die künftige Zinsentwicklung und der gleichzeitig weiter bestehenden Notwendigkeit einer wirtschaftlichen Abkühlung über das Einbremsen der Nachfrage ergibt sich in der Folge ein Rückschlagspotenzial für risikobehaftete Anlagen – auch wenn das fundamentale Bild auf Ebene der Unternehmensergebnisse weiterhin positiv ausfällt.

### Relative Attraktivität verschiedener Anlageklassen



Eine Betrachtung der relativen Attraktivität verschiedener Anlageklassen zeigt weiter, dass die laufende Rendite auf Unternehmensanleihen wie auch auf Staatsanleihen vor dem Hintergrund der rasanten Zinsanhebungen der vergangenen 15 Monate mittlerweile über der Gewinnrendite des amerikanischen

Aktienmarktes notiert. Aktien haben deutlich an Attraktivität verloren.

Nach der starken Entwicklung der vergangenen Wochen realisieren wir auf US-Technologieaktien Gewinne durch einen Verkauf von Positionen. Wir senken damit die Aktienquote. Diese beträgt neu für ein ausgewogenes Aktienprofil noch 48%.

Die Allokation auf zinstragende Papiere bleibt unverändert. Die Anleihenquote für ein ausgewogenes Mandat beträgt 40%. Weiter halten wir aufgrund der risikoadjustiert weiter ansprechenden Renditeeigenschaften Anleihen von Schwellenländern in USD. Ebenfalls beigemischt ist eine Struktur, über welche wir von einer Normalisierung der USD-Zinskurve profitieren können. Die Kreditqualität des gesamten Anleihenanteils ist weiter überdurchschnittlich und die Duration liegt unter derjenigen des Gesamtmarktes.

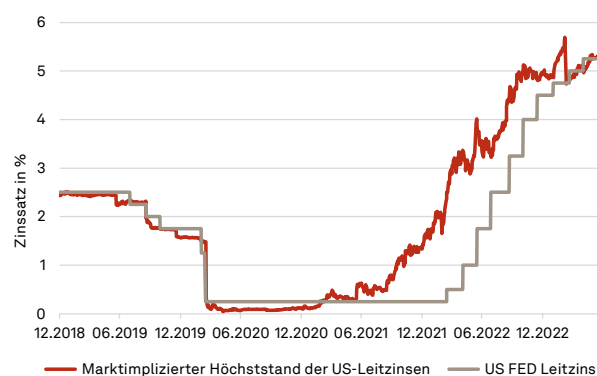
Zur Diversifikation halten wir weiterhin Gold und Kryptoanlagen.

## Anleihen

Der Entscheid der Fed von Mitte Juni die Leitzinsen für den Moment unverändert zu belassen war von den Marktteilnehmern so erwartet worden. Ebenfalls hat der Entscheid der EZB einer weiteren Anhebung der europäischen Leitzinsen den Markterwartungen entsprochen.

Die Erwartungsunsicherheit bezüglich der nächsten Schritte ist – insbesondere vor dem Hintergrund der Erläuterungen des Fed Vorsitzenden Powell – allerdings gestiegen. Gemein bleibt den Erwartungen allerdings, dass der Höhepunkt des Zinszyklus erreicht sein dürfte und Zinssenkungen in absehbarer Zukunft erwartet werden.

### Zinserwartungen und US-Leitzinsen



Vor dem Hintergrund der weiter robusten Nachfrage und einem Arbeitsmarkt, über welchen Zweitrundeneffekte weiter drohen die aktuell ansprechende Inflations-

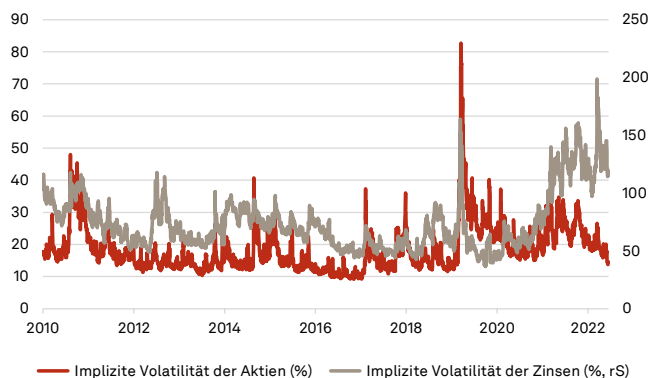
entwicklung zu torpedieren, ist diese Markterwartung zu optimistisch. Unseres Erachtens werden sich die Notenbanken kraft Ihrer Zielvorgaben und mit Fokussierung auf die Inflationsbekämpfung vorsehen, im aktuellen Umfeld über Zinssenkungen eine Befeuerung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung zu riskieren. Insbesondere die EZB und in geringerem Ausmass auch die amerikanische Fed werden weniger Rücksicht auf das wirtschaftliche Umfeld und vor allem auf die Entwicklung an den Kapitalmärkten nehmen, als dies die Marktteilnehmer aktuell glauben wollen und hoffen.

Folgerichtig ist auch ein Anheben der durchschnittlichen Laufzeit auf den Zinsportfolios aktuell nicht opportun; dies umso mehr als teilweise stark invertierte Zinskurven ohnehin für Laufzeiten im vorderen Bereich sprechen.

### Aktien

Betrachtet man die Aussagen der Unternehmen in der laufenden Berichtssaison so lässt feststellen, dass sich das fundamentale Bild für Aktien intakt darstellt. Die positive Entwicklung der Aktienpreise ist allerdings stark durch die obig erwähnte veränderte Erwartung an den Zinsmärkten getragen.

Marktimplizierte Volatilitäten von Aktien und Anleihen



Überhaupt zeigt sich der Aktienmarkt aktuell von einer relativ entspannten Seite. Definitorisch in einen

### 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 und 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.

Bullenmarkt getreten – mehr als 20% Zugewinn seit dem letzten Tiefststand – und aktuell mit tiefen marktimplizierten Volatilitätsniveau zeigen auch andere Indikatoren, dass aktuell Käufer das Geschehen dominieren.

Schaut man allerdings etwas genauer hin, so zeigt sich, dass die positive Entwicklung der Märkte in den letzten Wochen stark durch einzelne Sektoren und Segmente getrieben war. So hat beispielsweise der US-Aktienmarkt unter Herausrechnung der grossen fünf Technologietitel seit Jahresbeginn gerade mal 3% zugelegt während der Gesamtmarkt – den Technologietiteln sei Dank – ganze 13% höher notiert.

Die herausragende Entwicklung dieser Werte – NVIDIA allen voran – kann durchaus noch anhalten. Auch diese Übertreibung lässt sich über das Narrativ der KI und des entsprechenden wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Potenzials plausibilisieren wie auch rationalisieren.

Dennoch sehen wir den Moment gekommen, auf diesen Positionen Gewinne zu realisieren. Wir reduzieren die Aktienquote über den Verkauf entsprechender Positionen. Die entstehenden Gewinne werden für den Moment als Liquidität in der jeweiligen Referenzwährung gehalten.

### 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 Kryptolanagen.

### Währungen

Während der EUR/CHF-Wechselkurs in den vergangenen Wochen seitwärts tendierte, hat der USD nach einer zwischenzeitlichen Stabilisierung wieder etwas an Wert verloren. Mit der Reduktion der US Aktien reduzieren wir ebenfalls den USD Anteil, sehen aber von einer Absicherung der übrigen USD wie auch EUR Positionen ab.

## Anhang

### Wirtschafts- und Marktentwicklung

#### BIP-Entwicklung (E: Konsens)

	2022	2023E
USA	2.1%	1.2%
EU	3.6%	0.7%
Schweiz	2.1%	0.8%

#### Inflation (E: Konsens)

	2022	2023E
USA	8.0%	4.1%
EU	8.4%	5.5%
Schweiz	2.9%	2.4%

#### Zentralbanken Leitzinsen

	21.06.2023	Markterwartung
USD FED	5.25%	5.25%
EUR EZB	3.50%	3.75%
CHF SNB	1.50%	

#### Staatsanleihen (10 Jahre)

	21.06.2023	Prognose
USA	3.72%	3.60% – 3.85%
Deutschland	2.44%	2.35% – 2.60%
Schweiz	0.98%	0.85% – 1.10%

#### Währungen

	21.06.2023	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

#### Rohstoffe und Alternative

	21.06.2023	Prognose
Gold (USD/Unze)	1'933	1'900 – 2'000
Ölpreis (USD/Brent)	77.1	70 – 80
Bitcoin USD	29'985	25'000 – 31'000

#### Aktienmärkte

	P/E ø 5J.	P/E 2024E	Div. Rendite	Prognose
Welt	18.7x	16.3x	2.1%	leicht sinkend
USA	20.3x	18.0x	1.6%	leicht sinkend
Europa	15.9x	11.9x	3.5%	seitwärts
Schweiz	19.6x	16.7x	3.0%	seitwärts
Schwellenländer	13.6x	11.3x	3.0%	seitwärts

### Marktentwicklung in Lokalwährung

#### Aktienmärkte

	QTD	YTD
Welt	5.5%	13.9%
USA	6.6%	14.6%
Europa	1.6%	10.3%
Schweiz	1.1%	7.1%
Schwellenländer	2.3%	6.4%

#### Staatsanleihen Rendite (10 Jahre)

	21.06.2023	30.12.2022
USA	3.72%	3.87%
EU	2.44%	2.57%
Schweiz	0.98%	1.62%

#### Rohstoffe und Alternative

	QTD	YTD
Gold (USD/Unze)	-1.9%	6.0%
Ölpreis (USD/Brent)	-4.3%	-11.7%
Bitcoin USD	5.6%	80.9%

#### Währungen

	QTD	YTD
EUR/CHF	-1.1%	-0.8%
USD/CHF	-2.4%	-3.4%
EUR/USD	1.4%	2.6%

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