

Monthly CIO Letter

17. Juli 2023

Auch wenn verschiedene Vorlaufindikatoren immer stärker auf eine Abkühlung der wirtschaftlichen Aktivitäten hindeuten: Die Finanzmärkte scheinen davon unberührt. Die Berichtssaison der Unternehmen wird mit Spannung erwartet; wir belassen die Aktienquote unverändert bei einem leichten Untergewicht.



Christoph Boner
Chief Investment Officer

Highlights

- Die Notenbanken tun ihr Bestes, die Marktteilnehmer von ihrer optimistischen Einschätzung bezüglich der weiteren Zinsentwicklung abzubringen.
- Eine akkommodierende Geldpolitik ist weiter vor dem Hintergrund der nach wie vor zu hohen Inflation und der angespannten Arbeitsmärkte nicht zu erwarten.
- Die beginnende Berichtssaison wird weitere Indikationen bezüglich dem Ausmass der gewollten und notwendigen Abkühlung der Gesamtwirtschaft liefern.

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 einem für Anlegerinnen und Anleger ansprechenden bis guten ersten Halbjahr 2023 hat das zweite Halbjahr mit einem leichten Rücksetzer begonnen. Grund dafür waren höhere Zinsen, nachdem verschiedene Notenbanken versucht haben, die Marktteilnehmer von der Erwartung einer baldigen Zinssenkung abzubringen – lyrisch anmutend auf den Punkt gebracht in der Formulierung «higher for longer». So notierte beispielsweise die zehnjährige US-Staatsanleihe erstmals seit dem Kollaps der Silicon Valley Bank kurzzeitig wieder über 4%. Die aufgetretenen Spannungen im Finanzsystem hatten im März die Märkte dazu gebracht, ihre Zinserwartungen nach unten zu revidieren.

Dieser Erwartung haben verschiedene Notenbanken in den letzten Wochen eine Absage erteilt. So hat die US Fed wohl keine weiteren Zinsschritte mehr vorgenommen, aber klar signalisiert, dass aktuell kein Raum für Zinssenkungen besteht. Die europäische EZB wie auch die Schweizerische SNB haben weitere Zinsanhebungen vorgenommen und insbesondere die EZB hat explizit von weiteren Zinsschritten gesprochen.

Mit der Revision und Korrektur dieser Erwartungen hat der Markt in der Breite nachgegeben. So verlieren die Aktienmärkte in den ersten Julitagen gegen 5%, und auch die Anleihenmärkte tendieren in der Breite tiefer.

Betrachtet man verschiedene Risikoindikatoren, so zeigt sich allerdings, dass diese Rücksetzer praktisch ausschliesslich auf die veränderten Zinserwartungen zurückzuführen sind; so sind beispielsweise weder Kreditrisikoaufschläge noch Optionsprämien als Kosten einer Absicherung angestiegen.

Vor dem Hintergrund der weiterhin bestehenden Unsicherheit über die Auswirkungen der rapiden Zinsanstiege der letzten Monate würde eine solche Entwicklung jedoch nicht überraschen – eine konjunkturelle Abkühlung ist letztendlich erwünscht angesichts der weiterhin überhöhten Inflationsraten und des weiterhin angespannten Arbeitsmarkts. Eine solche Abkühlung ist zu erwarten vor dem Hintergrund der stark angehobenen Zinsen und der zu gewärtigenden negativen Vermögenseffekten.

Vor diesem Hintergrund belassen wir die Aktienquote für den Moment bei einem leichten Untergewicht, wobei wir nach den im Juni realisierten Gewinnen auf den US-Technologiepapieren dieses Segment des Marktes untergewichtet belassen. Die Aktienquote für ein ausgewogenes Risikoprofil beträgt somit 48%.

Die Allokation auf zinstragende Papiere bleibt unverändert. Die Anleihenquote für das angeführte

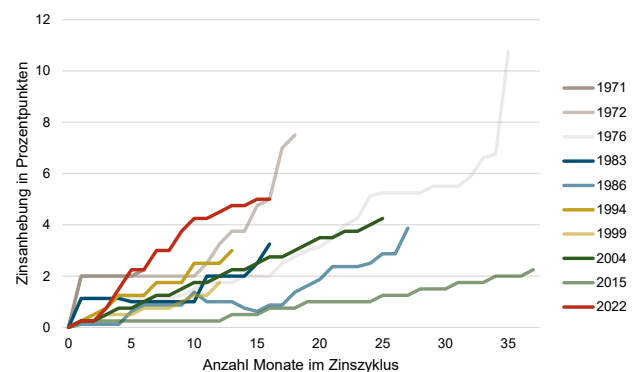
Risikoprofil beträgt 40%, wobei wir Anleihen aus Schwellenländern beigemischt haben. Die Kreditqualität des gesamten Anleihenanteils ist weiter überdurchschnittlich und die Duration liegt unter derjenigen des Gesamtmarktes.

Auch mit weiter gestiegenen Opportunitätskosten halten wir weiterhin Gold und Kryptoanlagen zur Diversifikation des Portfolios.

Anleihen

Die im CIO Letter vom Juni gemachten Ausführungen zu den überzogen optimistischen Zinserwartungen haben sich bestätigt. Nach den letzten Kommentaren der Notenbanken und trotz sich weiter zurückbildender Inflation haben die Märkte sich mittlerweile auf in Teilen noch höhere Zinsen eingestellt; vor allem aber hat sich die Erwartung an eine künftig wieder akkomodierend verhaltende Geldpolitik deutlich relativiert. So werden für die US Leitzinsen noch ein bis zwei weitere Anhebungen erwartet; der Erwartung an noch im dritten Quartal fallender Leitzinsen ist definitiv vom Tisch.

Entwicklung der US Leitzinsen in verschiedenen Zyklen

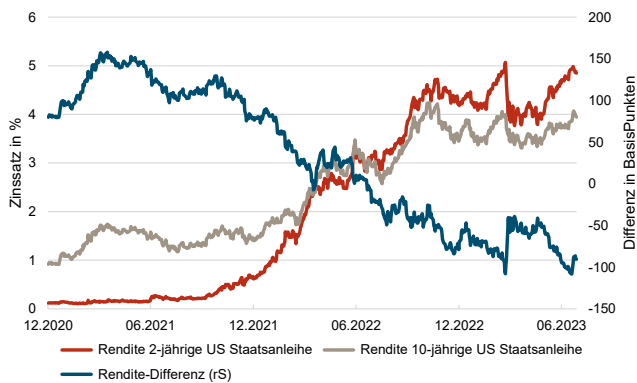


Diese Justierung der Zinserwartungen hat die Unsicherheit über den weiteren Konjunkturverlauf wieder ansteigen lassen. Historisch betrachtet ist der aktuelle Zinszyklus – für die USA beispielsweise zehn, teilweise doppelte oder gar dreifache Zinsschritte in gerade mal 15 Monaten – bereits jetzt die aggressivste je vorgenommene Straffung der Geldpolitik. Die Auswirkungen dieser Straffung werden sich allerdings erst mit mehrmonatiger Verzögerung zeigen und die Unsicherheit über das Ausmass der wirtschaftlichen Abkühlung ist wieder gestiegen.

Diese Entwicklung zeigt sich exemplarisch in der weiteren Invertierung der US-Zinskurve. So notieren die zehnjährigen Staatsanleihen mit einer Verfallsrendite von aktuell 4% mehr als 90 Basispunkte unter der entsprechenden Rendite von zweijährigen Anleihen. Die Unsicherheit über das künftige Wachstum ist die

Erklärung für das Weiterbestehen dieser an sich widersinnigen Situation am Zinsmarkt.

Invertierung der US-Zinsstrukturkurve



Von einer Anhebung der Anleihenquote wie auch der Duration sehen wir in diesem Umfeld ab. Hingegen erachten wir die Situation einer invertierten Zinskurve als nicht nachhaltig und haben uns entsprechend für eine Normalisierung der Kurve positioniert.

Aktien

Die durch die angehobenen Zinsen provozierte und gewünschte Verlangsamung der wirtschaftlichen Aktivität wird sich in der Gewinnentwicklung und den diesbezüglichen Erwartungen der Unternehmen widerspiegeln.

Während die aktuellen Zahlenkränze weder eine übermässige Abkühlung der Nachfrage noch einen Margendruck aufgrund der Inflationsentwicklung und der gestiegenen Finanzierungskosten erkennen lassen, so wird die anlaufende Berichtssaison von den Marktbeobachtern aufmerksam analysiert werden.

Zieht man Vorlaufindikatoren wie beispielsweise den Index für das Produzentenvertrauen heran – hierbei wird

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.

erhoben, wieweit die Unternehmen aufgrund ihrer Auftragslage ein Wachstum oder gegebenenfalls eine Kontraktion erwarten – so lässt sich zeigen, dass sich die Veränderung dieser Messgrösse mit einer zeitlichen Verzögerung in der Veränderung der Gewinne niederschlägt.

Produzentenvertrauen und Gewinnentwicklung USA



Während das Produzentenvertrauen in den USA über die letzten Monate stetig abgenommen hat (rote Linie in der Grafik), dürfte der letztendliche Durchschlag auf die Gewinnentwicklung noch nicht umfassend erfolgt sein (graue Linie).

Nach den Gewinnrealisationen im Juni belassen wir folgedem die Aktienquote unverändert bei einem leichten Untergewicht.

Alternative Anlagen

Die alternativen Anlagen in Form von Gold und Kryptoanlagen dienen im Portfoliokontext der weiteren Diversifikation.

Währungen

Die Fremdwährungsanteile in USD – mit den Aktiengewinnen im Juni ebenfalls reduziert – und EUR belassen wir für den Moment unverändert.

Anhang

Wirtschafts- und Marktentwicklung

BIP-Entwicklung (E: Konsens)

	2022	2023E
USA	2.1%	1.3%
EU	3.5%	0.7%
Schweiz	2.1%	0.8%

Zentralbanken Leitzinsen

	11.07.2023	Markterwartung
USD FED	5.25%	5.50%
EUR EZB	3.50%	4.00%
CHF SNB	1.75%	

Währungen

	11.07.2023	Prognose
EUR/CHF	0.968	0.95 – 1.00
USD/CHF	0.880	0.87 – 0.93
EUR/USD	1.101	1.08 – 1.12

Aktienmärkte

	P/E ø 5J.	P/E 2024E
Welt	18.7x	16.4x
USA	20.4x	18.4x
Europa	15.9x	12.0x
Schweiz	19.6x	16.7x
Schwellenländer	13.6x	11.3x

Marktentwicklung in Lokälwährung

Aktienmärkte

	QTD	YTD
Welt	6.6%	15.0%
USA	8.5%	16.6%
Europa	0.5%	9.1%
Schweiz	-0.4%	5.5%
Schwellenländer	1.9%	5.9%

Rohstoffe und Alternative

	QTD	YTD
Gold (USD/Unze)	-1.9%	5.9%
Ölpreis (USD/Brent)	-2.1%	-9.6%
Bitcoin USD	7.7%	84.4%

Inflation (E: Konsens)

	2022	2023E
USA	8.0%	4.1%
EU	8.4%	5.4%
Schweiz	2.9%	2.4%

Staatsanleihen (10 Jahre)

	11.07.2023	Prognose
USA	3.97%	3.75% – 4.10%
Deutschland	2.65%	2.5% – 2.75%
Schweiz	1.11%	1.00% – 1.20%

Rohstoffe und Alternative

	11.07.2023	Prognose
Gold (USD/Unze)	1'932	1'900 – 2'000
Ölpreis (USD/Brent)	79.4	75 – 85
Bitcoin USD	30'579	28'000 – 32'000

Div. Rendite

	Prognose
Welt	seitwärts
USA	seitwärts
Europa	seitwärts
Schweiz	seitwärts
Schwellenländer	seitwärts

Staatsanleihen Rendite (10 Jahre)

	11.07.2023	30.12.2022
USA	3.97%	3.87%
EU	2.65%	2.57%
Schweiz	1.11%	1.62%

Währungen

	QTD	YTD
EUR/CHF	-2.4%	-2.2%
USD/CHF	-3.9%	-4.9%
EUR/USD	1.6%	2.8%

Daten per 11. Juli 2023, QTD: Performance seit Quartalsbeginn, YTD: Performance seit Jahresbeginn