

Monthly CIO Letter

21. August 2023

Mit gestiegenen Ölpreisen könnte Inflation wieder ein Thema werden. Unabhängig davon und angesichts der Situation am Arbeitsmarkt besteht auch so kein Raum für Zinssenkungen. Der Markt bleibt zu optimistisch; das Aktienuntergewicht wird bestätigt.



Christoph Boner
Chief Investment Officer

Highlights

- Wie erwartet hat die Inflation ihren Höchststand hinter sich gelassen. Damit diese allerdings auf ein nachhaltig vertretbares Niveau fällt, bedarf es einer weiteren Abkühlung der Gesamtwirtschaft.
- Konkret ist ein Wachstum unter dem Niveau des Potenzialwachstums notwendig. Der Raum hierfür ist denkbar eng.
- Eine weiche Landung nach dieser wirtschaftlichen Abkühlung zu erwarten ist reichlich optimistisch; eine vorsichtige Aktienpositionierung ist geboten.

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 starken ersten Halbjahr 2023 haben die Märkte im dritten Quartal bis dato an Wert eingebüsst. So haben mit wieder leicht gestiegenen Zinsen nicht nur die Anleihenmärkte nachgegeben; auch Aktien notieren in der Breite tiefer, auch wenn die Rücksetzer bei weiterhin tiefen Schwankungsbreiten moderat ausfallen.

Vordergründiger Auslöser für die Entwicklung der letzten Wochen könnte die Rückstufung der Kreditwürdigkeit der USA gewesen sein. Tatsächlich allerdings hat sich das Bild bezüglich der weiteren Zinsentwicklung eingetrübt. Seit dem Kollaps erster Finanzhäuser im März 2023 aufgrund der gestiegenen Zinsen erwarten die Marktteilnehmer ein moderateres Vorgehen der Notenbanken im Hinblick auf weitere Zinserhöhungen. Auch wenn dabei richtigerweise die Aufweichung gewisser Inflationsziele angeführt wird, so bleibt unerwähnt – oder wird übersehen – dass die Notenbanken im Interesse der Glaubwürdigkeit als ihrem wichtigsten Gut im Zweifel für eine restriktivere Geldpolitik zwecks Bekämpfung der Preissteigerungen votieren werden.

Konkret ist festzuhalten, dass zur nachhaltigen Bekämpfung der aktuell nach wie vor überhöhten Inflation ein Einbremsen der Wirtschaft erfolgen muss, das heisst, das Wirtschaftswachstum muss zumindest unter das Niveau des Potenzialwachstums zu liegen kommen. Nur so kann über eine Schaffung von Überkapazitäten die Inflation hinreichend gesenkt werden.

Auf welchem Niveau man dieses Wachstum für entwickelte Volkswirtschaften auch ansetzen mag – für Europa spricht man oft von Werten von etwas über 1%, für die USA von gegen 2% – so wird dennoch offensichtlich, dass die Notenbanken hier auf einem schmalen Pfad wandeln: Der Absturz zu Kontraktion und Rezession ist nicht weit.

Vor diesem Hintergrund belassen wir die Aktienquote für den Moment bei einem leichten Untergewicht. Die Aktienquote für ein ausgewogenes Risikoprofil beträgt somit 48%.

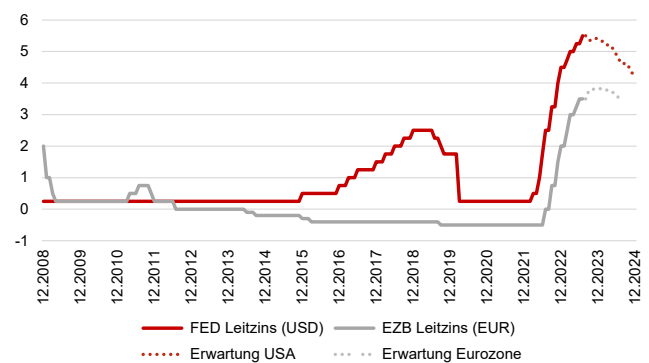
Die Allokation auf zinstragende Papiere bleibt unverändert. Die Anleihenquote für das angeführte Risikoprofil beträgt 40%, wobei wir Anleihen aus Schwellenländern beigemischt haben. Die Kreditqualität des gesamten Anleihenanteils ist weiter überdurchschnittlich und die Duration liegt unter derjenigen des Gesamtmarktes.

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

Anleihen

Selbst unter den wieder etwas weniger optimistischen Zinserwartungen werden bereits für das erste Quartal 2024 für die USA wie auch für Europa Zinssenkungen erwartet. Diese Erwartung blendet dabei die aktuelle Situation am Arbeitsmarkt aus. Die Arbeitslosenquoten verharren auf Tiefstständen und den offenen Stellen stehen zu wenige (geeignete) Stellensuchende gegenüber. Vor diesem Hintergrund können und werden Notenbanken nicht zu Zinssenkungen schreiten.

Marktimplizierte Leitzinsentwicklung



In Gegenteil: Die aktuellen Inflationszahlen wie auch der aufkommende Inflationsdruck von Seiten der wieder ansteigenden Energiepreise könnten weitere Zinsanhebungen durch die Notenbanken nach sich ziehen.

Auch mit gestiegenen längeren Zinslaufzeiten bleiben die Zinskurven aktuell für eine Verlängerung der Laufzeiten im Portfolio unattraktiv. Ebenfalls sprechen die weiter relativ moderaten Zinsaufschläge nicht für eine Erhöhung des Kreditrisikos in den Portfolios.

Die Anleihenquote wie auch die Duration bleibt somit untergewichtet. Wir halten dagegen Anleihen in Schwellenländern, welche weiterhin einen interessanten Kreditaufschlag aufweisen. Zudem bleiben wir mit einer dedizierten Struktur für eine Normalisierung der Zinskurve positioniert.

Aktien

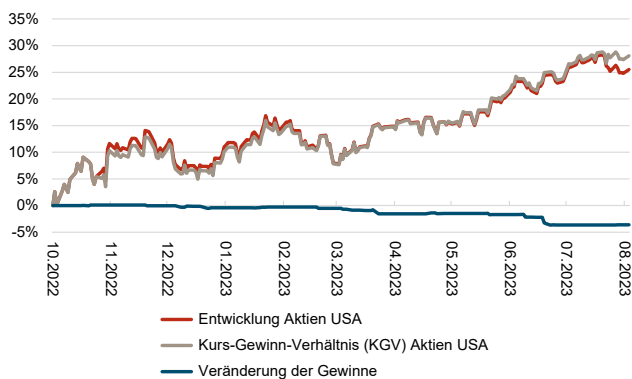
Auch wenn die Gewinnsaison positiv überrascht haben mag, so ist klar festzuhalten, dass die Erwartungen im Vorgang auch entsprechend gesenkt wurden. Wie im CIO Letter vom Juli ausgeführt, ist auf globaler Basis tatsächlich kein Gewinnwachstum mehr auszumachen; mehr noch zeigt eine einfache Analyse, dass die Gewinne Vorlaufindikatoren wie dem Produzentenvertrauen folgen und vor diesem Hintergrund eine weitere Eintrübung der Gewinnaussichten zu gewärtigen ist.

Ebenfalls ist anzuführen, dass der weiter bestehende potenzielle Druck aus dem Arbeitsmarkt die nach wie vor

nicht unter einer Abkühlung leidende Dienstleistungsindustrie deutlich direkter trifft: Der Anteil der Lohnkosten ist im Dienstleistungssektor mit durchschnittlich 75% deutlich höher. Die im produzierenden Gewerbe zu beobachtende Verlangsamung wird sich auch im Dienstleistungsbereich einstellen.

Betrachtet man weiter die Bewertung, so zeigt sich bei verschiedenen Kennzahlen klar eine Ausweitung. Konkret ist die Aktienpreisentwicklung der letzten Monate primär auf eine Ausweitung der Bewertung zurückzuführen, während sich die zugrundeliegenden Zahlen bezüglich Gewinn und Margen nur geringfügig verändert haben.

Aktienkurs und Gewinnentwicklung der Aktien USA



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

Alternative Anlagen

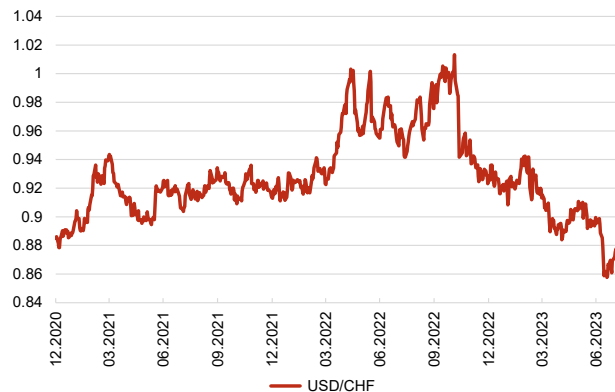
Die alternativen Anlagen in Form von Gold und Kryptoanlagen dienen im Portfoliokontext der Diversifikation.

Wir halten dabei weiter an Goldanlagen fest, welche aufgrund der höheren Zinsen wohl kostspieliger geworden sind, jedoch im Krisenfall einen Diversifikations- und damit Stabilisierungsfaktor darstellen.

Währungen

Nach anhaltenden Verlusten zeigte der USD in den letzten Wochen entlang der etwas weniger optimistischen Zinserwartungen wieder etwas Stärke.

USD in CHF



Die Fremdwährungsanteile in USD und EUR belassen wir für den Moment unverändert, wobei wir mit den obig erwähnten Goldpositionen auch eine bewusste Diversifikation des USD-Risikos vornehmen.

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%	1.6%
EU	3.5%	0.7%
Schweiz	2.1%	0.8%

Zentralbanken Leitzinsen

	15.08.2023	Markterwartung
USD FED	5.50%	5.50%
EUR EZB	3.75%	4.00%
CHF SNB	1.75%	

Währungen

	15.08.2023	Prognose
EUR/CHF	0.958	0.93 – 0.98
USD/CHF	0.879	0.86 – 0.92
EUR/USD	1.091	1.08 – 1.12

Aktienmärkte

	P/E ø 5J.	P/E 2024E
Welt	18.8x	16.5x
USA	20.4x	18.3x
Europa	15.9x	12.0x
Schweiz	19.7x	17.1x
Schwellenländer	13.6x	11.3x

Marktentwicklung in Lokalwährung

Aktienmärkte

	QTD	YTD
Welt	-0.4%	14.9%
USA	-0.1%	16.8%
Europa	-1.1%	10.3%
Schweiz	-2.5%	5.5%
Schwellenländer	-0.2%	4.9%

Rohstoffe und Alternative

	QTD	YTD
Gold (USD/Unze)	-0.9%	4.3%
Ölpreis (USD/Brent)	12.8%	-3.2%
Bitcoin USD	-4.0%	76.0%

Inflation (E: Konsens)

	2022	2023E
USA	8.0%	4.1%
EU	8.4%	5.5%
Schweiz	2.9%	2.3%

Staatsanleihen (10 Jahre)

	15.08.2023	Prognose
USA	4.21%	3.85% – 4.30%
Deutschland	2.67%	2.5% – 2.75%
Schweiz	1.07%	1.00% – 1.20%

Rohstoffe und Alternative

	15.08.2023	Prognose
Gold (USD/Unze)	1'902	1'850 – 1'950
Ölpreis (USD/Brent)	84.9	78 – 88
Bitcoin USD	29'172	28'000 – 32'000

Div. Rendite

	Prognose
	seitwärts
	leicht sinkend
	seitwärts
	seitwärts
	seitwärts

Staatsanleihen Rendite (10 Jahre)

	15.08.2023	30.12.2022
USA	4.21%	3.87%
EU	2.67%	2.57%
Schweiz	1.07%	1.62%

Währungen

	QTD	YTD
EUR/CHF	-1.9%	-3.2%
USD/CHF	-1.9%	-5.0%
EUR/USD	0.0%	1.9%

Daten per 15. August 2023, QTD: Performance seit Quartalsbeginn, YTD: Performance seit Jahresbeginn