

# MONITOR

2. Quartal 2023



## Marktkommentar

Der Start ins neue Jahr ist zumindest aus Anlegerperspektive gut gelungen, wenngleich die überaus freundliche Stimmung vom Januar etwas verfliegen ist. Der andauernde Ukraine-Krieg verliert ökonomisch an Bedeutung, nachdem ein milder Winter in Europa nicht zur befürchteten Energiekrise geführt hat. Covid-19 hat nach dem Ende der chinesischen Zero-Covid-Politik als Markttreiber ebenfalls an Schrecken eingebüsst. Diese positiven Entwicklungen, gepaart mit den anhaltend hohen Beschäftigungszahlen, lassen die Konsumenten zuversichtlich in die Zukunft schauen.

Ein Wermutstropfen bleibt die anhaltend hohe Teuerung in praktisch allen wichtigen Wirtschaftsregionen. Die hohe Kerninflation zwingt die Nationalbanken zu weiteren Zinserhöhungen, obschon konjunkturelle Dellen in den Volkswirtschaften bereits deutlich bemerkbar werden. Der Konkurs einer grösseren US-Regionalbank kann als indirekte Folge dieser Entwicklung gesehen werden, die historische Zäsur im Schweizer Bankenuniversum mit der Übernahme der CS

durch die UBS im entfernten Sinne ebenfalls. Der Zinserhöhungszyklus ist nach den jüngsten Zinsschritten weit fortgeschritten, aber Zinssenkungen können kaum vor 2024 erwartet werden.

Verstärkt in den Fokus rücken geopolitische Risiken. Die bereits mehrmals thematisierte Blockbildung westlicher Demokratien (USA, Europa etc.) auf der einen und autoritäre Staaten (China, Russland etc.) auf der anderen Seite muss vor dem Hintergrund des Taiwan-Konfliktes besonders aufmerksam beobachtet werden. Auch wenn angesichts der grossen Herausforderungen der Optimismus eher verhalten ist, ist Zuversicht für die Zukunft angebracht.



**Autor**  
Reto Jung

## Makroökonomisches Umfeld

Die Wachstumserwartungen der Weltwirtschaft für die Jahre 2022 und 2023 liegen bei 3.4% und 2.9% und sind in den letzten Monaten leicht nach oben revidiert worden (+2.7% 2023E per Ende 2022). Mit anderen Worten: Die Brems Spuren im globalen Wirtschaftswachstum sind weniger drastisch als vor wenigen Monaten befürchtet. Mit einem erwarteten Wachstum von jeweils +0.5% in den USA und in der Eurozone ist weiterhin keine oder eine sehr milde Rezession in den wichtigsten Wirtschaftsregionen eingepreist. Das Exportgeschäft profitiert von besser funktionierenden Lieferketten, tieferen Rohstoffkosten und der Öffnung der

chinesischen Wirtschaft. Die Konsumenten in den USA sind weiterhin ausgabenfreudig und zehren immer noch von den Überschussersparnissen der Pandemiejahre. Die gleichzeitig sehr hohe Beschäftigung lässt sie trotz höherer Kosten zuversichtlich in die Zukunft schauen.

In den USA und Europa zeichnet sich eine sinkende Inflationstendenz ab, jedoch bleibt die Kerninflation (d.h. ohne Energie und Nahrungsmittel) auf hohen Niveaus. Gründe für die hartnäckig hohe Inflation sehen Spezialisten in einer sogenannten Profit-Preis-Spirale, bei der Unternehmen das höhere Preisniveau für

## Marktdaten

per 31.03.2023

<b>Aktienmärkte</b>	<b>seit 31.12.2022</b>	
SMI CHF	11'106.24	3.51 %
S&P 500 USD	4'109.31	7.03 %
EURO STOXX 50 EUR	4'315.05	13.74 %
FTSE 100 GBP	7'631.74	2.42 %
MSCI Emerging Markets USD	505.29	3.96 %
NIKKEI 225 JPY	28'041.48	7.46 %
MSCI All Country World Local	334.16	7.03 %

<b>Obligationenmärkte</b>	<b>seit 31.12.2022</b>	
Eidgenossen (10y)	1.20 %	-37.2 Bps
US-Treasury (10y)	3.47 %	-40.7 Bps
Bund (10y)	2.29 %	-27.9 Bps
SBI AAA-BBB 3-5 TR	120.37	0.2 %

<b>Zinsen (3 Monats Leitzins)</b>	<b>seit 31.12.2022</b>	
CHF (SARON)	1.42 %	47.6 Bps
USD (SOFR)	5.19 %	42.5 Bps
EUR (ESTR)	3.04 %	90.6 Bps

<b>Wechselkurse</b>	<b>seit 31.12.2022</b>	
EUR/CHF	0.992	0.26 %
USD/CHF	0.915	-1.00 %
EUR/USD	1.084	1.25 %

<b>Alternative Anlagen</b>	<b>seit 31.12.2022</b>	
Immobilien (UNGL)	2'035.03	-0.04 %
Gold (USD/Unze)	1'969.28	7.96 %
US-Rohöl (USD/Barrel)	75.67	-5.72 %
Hedge Funds (HFRXGL)	1'367.78	0.04 %
Bitcoin (XBT)	28'395.30	71.68 %

Preiserhöhungen benutzen, um die Margen zu halten oder sogar auszubauen.

Die Inflationsbekämpfung bleibt nach wie vor höchste Priorität der Zentralbanken, auch unter Inkaufnahme negativen Wirtschaftswachstums oder Problemen im Bankensektor. Falls jedoch die Kreditvergabe wegen vorsichtigerer Banken in den nächsten Monaten restriktiver wird, so könnte eine Kreditklemme (sog. Credit Crunch) den Zugang zu Liquidität für die Unternehmen zusätzlich erschweren - und dies in einem grösseren Ausmass als von den Notenbanken antizipiert wird. Entsprechend vorsichtig werden diese in den nächsten Monaten agieren müssen.

## Traditionelle Anlagen

### Währungen

Die Turbulenzen an den Finanzmärkten begünstigten den Status des USD und CHF als sichere Hafen. Die hohen Zinsdifferenzen des CHF zum USD und EUR führt zu sehr hohen Absicherungskosten für CHF-Investoren. Sobald das Ende des Zinserhöhungszyklus in Sicht ist – das US-Fed ist hierbei am weitesten fortgeschritten –, kann mit einem schwächeren USD gerechnet werden.

### Obligationen

Trotz Sorgen um die Finanzstabilität im Bankensektor haben die wichtigen Zentralbanken die Leitzinsen weiter angehoben (US-Fed von 4.75% auf 5%, EZB von 3% auf 3.5%, SNB von 1% auf 1.5%). Die Währungshüter haben damit zum Ausdruck gebracht, dass die Inflation immer noch zu hoch ist und Inflationsbekämpfung Priorität bleibt.

Nach dem Bankenkrach mehrerer kleiner US-Regionalbanken und der Schwierigkeiten der CS sind die Renditen von Staatsanleihen wegen der Flucht in Sicherheiten zunächst stark gesunken. Die Situation hat sich nach der notfallmässigen, staatlich verordneten Übernahme der CS durch die UBS jedoch weitgehend entspannt. Ein ähnliches Bild zeigen die Kreditrisikoprämien: Nachdem die Absicherungsprämien für Unternehmensanleihen in den ersten Wochen des Jahres stetig tiefer notierten und somit eine grössere Risikoneigung der Investoren anzeigten, sind die Niveaus in den ersten Märzwochen stark angestiegen. Das ist ein Zeichen von Stress im Creditsystem. Die Situation hat sich aber auch hier wieder weitgehend normalisiert.

Obwohl die nominalen Renditen der Anleihen deutlich höher notieren, bleiben wir für Obligationen negativ eingestellt. Nach Abzug der Inflation sind die realen Renditen weiterhin stark negativ. Aufgrund der inversen Zinskurven kann Liquidität mit kurzfristigen Treuhandaanlagen bewirtschaftet werden.

### Aktien

Die globalen Aktienmärkte wurden im März von Turbulenzen im Bankensektor durchgeschüttelt. Bankpleiten in den USA liessen Sorgen um die Finanzmarktstabilität aufkommen, die bis nach Europa ausstrahlten. Das Finanzsystem erwies sich allerdings als widerstandsfähig, sodass der Weltaktienindex das Startquartal im Plus abschloss (+7%).

Während europäische Aktien im Q1 mit einem Plus von fast 14% davon profitieren konnten, dass die schlimmsten Befürchtungen im Zusammenhang mit dem Ukraine-Krieg nicht eingetroffen sind (insbesondere ein Energiemangel, vgl. Know-how, April 2023), sind die defensiven Qualitäten der Schweizer Blue-Chip-Aktien weniger zum Tragen gekommen. So haben Schweizer Aktien im internationalen Vergleich mit +5.1% (inkl. Dividenden) unterdurchschnittlich rentiert. Das Schlusslicht im SMI ist logischerweise die CS, mit einem Minus von 70.2%!

Wir gehen in unserem Basis-Szenario davon aus, dass die Aktienmärkte volatil bleiben und wegen der Inflations- und Zinsängste sowie der schwachen Wachstumserwartungen das Wachstumspotenzial beschränkt ist. Der weitere Verlauf der Inflation und die Geldpolitik werden wesentlich bestimmen, wie sich die Aktienmärkte weiterentwickeln. Falls die Inflation schneller als erwartet fällt, könnte sich das Umfeld für Risiko-Anlagen auch schneller als erwartet aufhellen. Aber auch ein 'Hard Landing' (also eine starke Rezession) oder sogar Stagflation (also Stillstand des Wirtschaftswachstums bei gleichzeitiger Inflation) liegen im Bereich des Möglichen. Aus diesen Gründen sind wir für Aktien im Portfoliokontext neutral eingestellt.

## Alternative Anlagen

**Rohstoffe:** Der Goldkurs profitiert von den Verwerfungen im (US-)Bankensektor. Damit hat sich Gold als werthaltiger Diversifikator in unsicheren Zeiten bestätigt. Die jüngste USD-Stärke belastete die Basismetallpreise,

doch die Verbesserung der industriellen Aktivität dürfte die Nachfrage in den kommenden Wochen stärken.

**Hedge Funds:** Hedge Funds rentierten im Q1 sehr unterschiedlich. Die allgemein höhere Volatilität hat vor allem Hedge Funds mit Trendfolgestrategien (CTAs) stark negativ beeinflusst.

**Immobilien:** Die Bewertungen der Immobilienfonds bezüglich der Agios sind wieder deutlich attraktiver. Unsicherheiten wegen der Zinsentwicklung bleibt jedoch bestehen.

**Alternative Forderungspapiere:** Mikrofinanzanlagen weisen im Umfeld steigender Zinsen stabile Performancebeiträge und tiefe Korrelationen zu den klassischen Anlageklassen aus. Zusätzliche Impact-Rendite.

**Übrige Alternative Anlagen:** Die Preise im Krypto-Universum konnten sich im Q1 stark erholen, trotz Second-Round-Effekten des FTX-Kollapses wie die Genesis-Insolvenz, Einstellung des Betriebes der Kryptobank Silvergate, etc. Weitere negative Dominoeffekte können nicht ausgeschlossen werden. Bitcoin bleibt ein strategischer Portfolio-Baustein.

## Privatmarkt-Anlagen

**Private Equity:** Die Profitabilität und Wachstumsdynamik der unterliegenden Investitionen konnten aufrechterhalten werden. Wenige Realisierungen bei den Direktbeteiligungen aufgrund der schwierigeren Finanzierungsbedingungen. Es ergeben sich Opportunitäten im Secondary Market.

**Private Debt:** Widerstandsfähig während Zinserhöhungszyklus wegen sehr tiefer Zinsänderungsrisiken. Steigende Basiszinsen mit positivem Renditeeffekt.

Besonders in makroökonomisch herausfordernden Zeiten verfügen Privatmarkt-Anlagen über ein zusätzliches Renditepotential.



Entdecken Sie mehr spannende Fakten in unserem Magazin.

Jetzt QR-Code scannen

Das beigefügte Informationsmaterial ist ausschliesslich zur Veranschaulichung und für Diskussionszwecke bestimmt. Die Informationen in diesem Dokument sind zusätzlich für Präsentationszwecke zusammengefasst. Die Unterlagen können zudem Informationen enthalten, die teilweise oder vollständig auf hypothetischen Annahmen, Modellen und/oder anderen Analysen (die nur z.T. in diesem Dokument beschrieben werden) der Valterna AG bestehen. Es wird von der Valterna AG keine Garantie oder Haftung dafür übernommen, dass die dargestellten Annahmen, Modelle oder Analysen sinnvoll oder richtig sind. Zwar stammen die in diesem Dokument abgebildeten Daten aus Quellen, die von der Valterna AG als zuverlässig erachtet werden, dies kann jedoch nicht garantiert werden. Die in diesem Dokument dargestellten Informationen sind vertraulich zu behandeln und dürfen weder zum Teil noch im Ganzen reproduziert werden.



**Valterna AG**  
Neuhofstrasse 32  
6340 Baar, Schweiz  
+41 41 768 83 83  
info@valterna.ch  
valterna.ch