



# Marktkommentar

## 1. Quartal 2023

### Volatiles erstes Quartal

#### Konjunktur und Weltwirtschaft

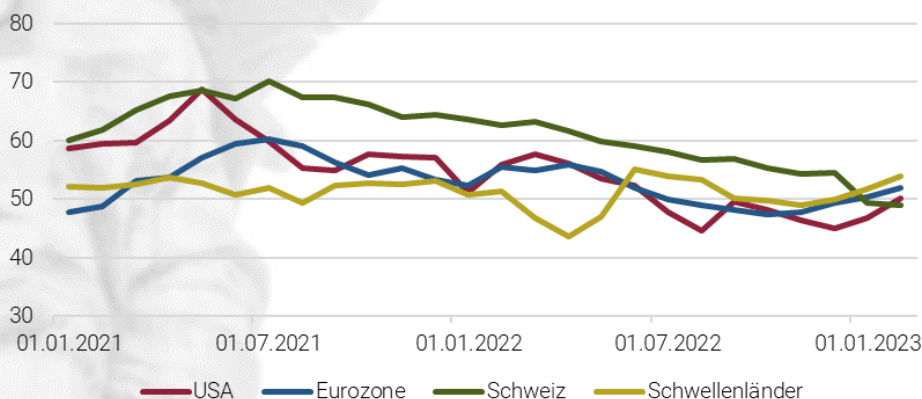
Nach einem anspruchsvollen Jahr 2022 fassten die Investoren in den ersten Tagen des neuen Jahres frischen Mut und leiteten eine schwungvolle Rallye ein. Nach den ersten Avancen machten aber bald wieder aufkeimende Zinssorgen die gute Stimmung zunichte und die Kurse tendierten sogar wieder etwas schwächer, bevor sie zum Quartalsende hin wieder zu einer rasanten Erholung ansetzten.

Die von den Notenbanken zur Bekämpfung der Inflation eingeleiteten Zinsschritte haben im März 2023 vor allem im Finanzsektor erste Opfer gefordert. So kamen insbesondere Regionalbanken in den USA in Bedrängnis und es dauerte nicht lange, bis die Angst vor einer systemischen Krise im Bankensektor um sich griff. Viele fühlten sich an die Anfänge der grossen Finanzkrise von vor rund 15 Jahren erinnert und versuchten, ihr Geld in Sicherheit zu bringen. Da in der heutigen Zeit von Mobile- und Onlinebanking ein paar wenige Klicks reichen, um Geld von einem zum anderen Institut zu transferieren, blieben die medienwirksamen Schlangen vor den Geldautomaten und Bankfilialen weitgehend aus, aber die Verschiebungen und Geldflüsse innert kurzer Zeit waren mutmasslich so gross wie seit der Zeit der Finanzkrise 2008 nicht mehr.

Vor diesem Hintergrund eilten verschiedentlich Regierungen und Notenbanken zu Hilfe, welche die Finanzstabilität als gefährdet sahen. Dabei stehen die Notenbanken vor einem Zielkonflikt. Um die Inflation zu bremsen erachten sie weitere Zinserhöhungen für nötig, diese könnten aber zusätzliche Banken in die Bredouille bringen. Mit den im März erfolgten (Rettungs-)Aktionen stellten die Notenbanken sicher, dass sie ihre bereits angekündigten Zinserhöhungen durchführen konnten, ohne eine Abwärtsspirale auszulösen.

Ansonsten überraschten einige Wirtschaftsdaten positiv. So konnten sich zum Beispiel die Einkaufsmanagerindizes weiter erholen und überstiegen im März teilweise sogar die als Wachstumsschwelle geltende Marke von 50 Punkten. Nachdem die Inflation im Januar noch über den Erwartungen hartnäckig blieb, hat sich diese Situation im Quartalsverlauf teilweise entspannt, was von den Börsen erfreut zur Kenntnis genommen wurde.

Abbildung 1: Einkaufsmanagerindizes (Composite)



Quelle: Refinitiv, Datastream

#### Wichtigste Punkte

- Wir rechnen in diesem Jahr mit einem anspruchsvollen wirtschaftlichen Umfeld.
- In unserem Basisszenario gehen wir momentan allerdings nur von einer moderaten Abschwächung der Wirtschaft aus.
- Die Zinserhöhungen der Nationalbanken haben Schwachstellen im globalen Finanzsystem sichtbar gemacht.
- Wir sind der Meinung, dass die Notenbanken primär die bis jetzt angesagten Zinsschritte vollziehen werden.

Auch bis heute führen die Zentralbanken den Kampf gegen die Inflation fort und setzen die angekündigten Zinserhöhungen in die Tat um.

Der seit 2022 beobachtbare Zinsanstieg hat die Zinsen auch in einer längerfristigen Betrachtung wieder auf beachtliche Niveaus gebracht. Sparer erhalten erstmals seit Jahren wieder einen (zumindest nominell) attraktiven Zins und auch Obligationen wurden als Anlageklasse beinahe schon neu entdeckt.

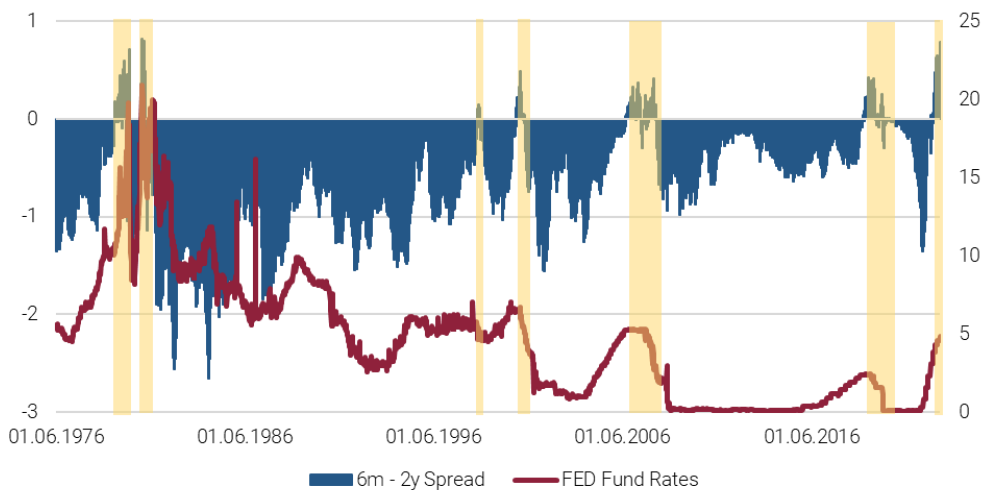
Jüngst war aber im Zuge der aufkommenden Ängste um eine Bankenkrise ein leichter Rückgang der Verfallsrenditen zu beobachten. Dies steht jedoch in starkem Kontrast zu den Ankündigungen der Zentralbanken, die momentan noch alles andere als den Fuss vom Gas nehmen. Im Gegenteil, es werden in diesem Jahr noch weitere Zinserhöhungen in Aussicht gestellt. Der Markt glaubt dieser scharfen Rhetorik allerdings je länger je weniger und gewisse Marktbeobachter gehen sogar von Zinssenkungen gegen Ende dieses Jahres aus.

Im März haben sowohl die Europäische Zentralbank wie auch das Fed in den USA und die Schweizerische Nationalbank ihre Zinsen nochmals angehoben. Damit liegt der Hauptrefinanzierungssatz in der Eurozone nun bei 3.5%, in den USA bei bis zu 5% und in der Schweiz liegt der Leitzins nun seit kurzem bei 1.5%.

Obschon sich die Währungshüter nach wie vor zurückhaltend zu einem Ende des Zinserhöhungszyklus äussern, hat die Dynamik in den Zinserwartungen merklich abgenommen. So lange die Inflation allerdings so markant über dem Ziel der Nationalbanken liegt, ist auch nicht mit einer rasanten Lockerung zu rechnen. Am Ende des Tages muss es für die Zentralbanken das oberste Gebot sein, die Preisstabilität zu gewährleisten und damit das Vertrauen in das Geldsystem sicherzustellen.

Wie im letzten Quartalsbericht bereits erläutert, rechnen wir damit, dass die Notenbanken primär die aktuell eingepreisten Zinsschritte vollziehen werden. Die wirtschaftliche Situation ist zu fragil um weitere grosse Zinsschritte verkraften zu können, aber auf der anderen Seite ist auch die Inflation noch nicht gebändigt. Dass der momentane Zinserhöhungszyklus seinem Ende entgegengeht, könnte man aus Abbildung 2 schliessen, denn in der Vergangenheit war eine positive Zinsdifferenz zwischen dem 6-monatigen und dem 2-jährigen US Treasury ein recht zuverlässiger Indikator dafür. Dieses Bild hat sich im ersten Quartal des laufenden Jahres sogar nochmals akzentuiert und signalisiert ein baldiges aber nicht unmittelbar bevorstehendes Ende des Straffungskurses.

Abbildung 2: US Treasury Spread und Fed Fund Rates



Quelle: Refinitiv, Datastream

Aktienmärkte Perf.	2023
SPI	5.91%
DAX	12.25%
Euro Stoxx 50	14.31%
S&P 500	7.50%
Nasdaq 100	20.77%

Verfallrendite Staatsanleihen	in %
10Y Eidgenosse	1.22%
10Y Bundesanleihe DE	2.30%
10Y US Treasury	3.48%

Goldpreis oz. Perf.	2023
in CHF	7.49%
in EUR	6.94%
in USD	8.86%

Rohstoffe Perf.	2023
Öl Brent	-7.27%

In Lokälwahrung, per 31.03.2023  
Quelle: Refinitiv, Datastream

## Finanz - und Kapitalmärkte

Der Start ins Anlagejahr 2023 war fulminant und insbesondere Titel, die im letzten Jahr stark an Wert eingebüsst hatten, erholten sich in den ersten Handelstagen dieses Jahres markant. Diese Phase starker Kursgewinne war aber nur von kurzer Dauer. Trotzdem konnten sich aber viele Aktien auf höheren Niveaus stabilisieren. So wurden auch die Aktienmärkte als Ganzes, gemessen an gängigen Bewertungskennzahlen, teurer, was die Kauflust dann auch wieder etwas eindämmte.

Von Mitte Januar bis Ende Februar tendierte zum Beispiel der Schweizer Aktienmarkt mehr oder weniger seitwärts, bevor zu Beginn des Monats März die Kurse dann unter Druck kamen. Im Nachgang des entschiedenen Eingreifens der Regierungen und Notenbanken, allen voran in den USA und der Schweiz, im Zusammenhang mit einer sich anbahnenden Bankenkrise, fassten die Investoren wieder Mut und die wichtigsten Indizes stiegen zum Schluss des Quartals wieder kräftig an.

Auch die Obligationen haben ein schwankungsreiches Quartal hinter sich mit einem starken Anstieg im Gleichschritt mit den Aktienmärkten zum Jahresstart, einem markanten Rückgang im Februar vor dem Hintergrund von hartnäckig hohen Kerninflationsraten und einem erneuten Rückgang bedingt durch Investoren auf der Suche nach einem sicheren Hafen im Rahmen der jüngsten Bankenturbulenzen.

Gold konnte nach einem schwachen Februar in die Nähe von Allzeithöchstständen vordringen und steht seit Jahresbeginn in USD mit 8.86% im Plus.

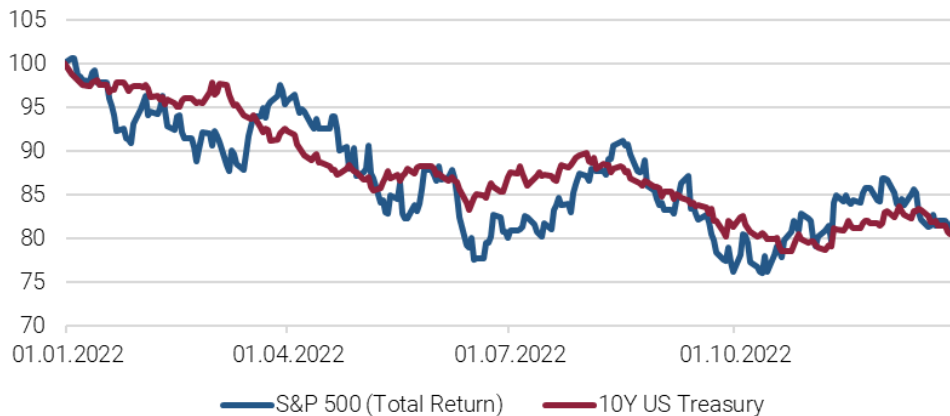
Obschon wir ein sehr ereignisreiches erstes Quartal hinter uns haben, sind die Renditen seit Jahresbeginn erfreulich. Sowohl Obligationen wie auch Aktien und Gold konnten an Wert zulegen.

## Vermögensallokation

Anlageklasse	Gewichtung
Liquidität	Starkes Übergewicht
Obligationen	Untergewicht
Aktien	Leichtes Untergewicht
Gold	Starkes Übergewicht

- Bei Obligationen kaufen wir nach wie vor selektiv zu, halten aber an unserem Untergewicht fest.
- Bei Aktien haben wir uns Ende des letzten Jahres positioniert und nahmen nur wenige Veränderungen im ersten Quartal 2023 vor.
- Generell entsprach die Marktrealität grösstenteils unseren Erwartungen weshalb nur wenige Portfolioadjustierungen nötig waren.

Abbildung 3: Entwicklung S&P 500 und 10-Jährige US Staatsanleihen

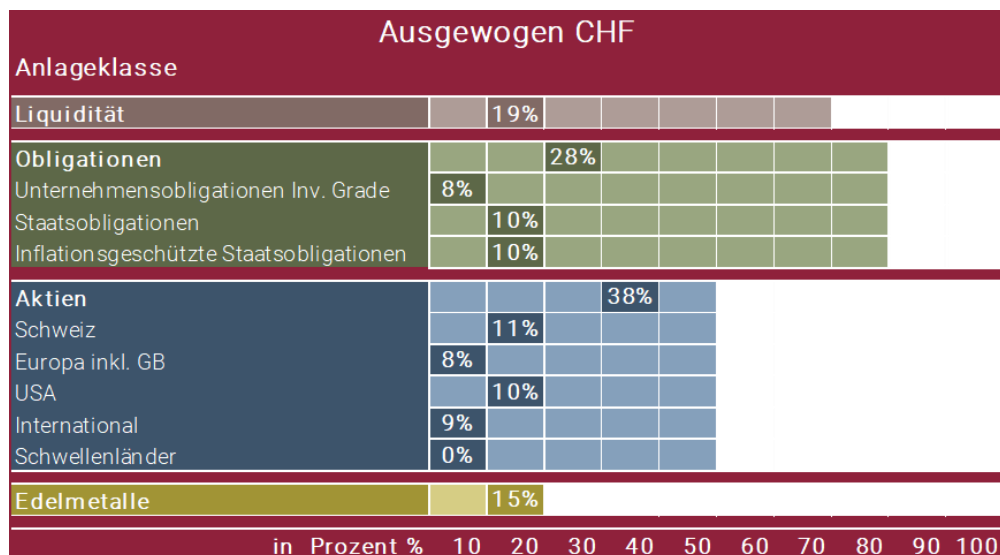


Quelle: Refinitiv, Datastream

## Aktuelle Vermögensallokation

In den Basisstrategien unserer Vermögensverwaltung sind wir nach wie vor defensiv positioniert. Nachdem wir im letzten Quartal 2022 nochmals Obligationen aufgestockt hatten und uns im Aktienbereich neu positioniert hatten, führten wir im neuen Jahr nur noch wenige Transaktionen durch, denn das erste Quartal 2023 entsprach in vielem unseren Erwartungen. Aktuell halten wir noch immer ein leichtes Untergewicht bei den Aktien und ein grösseres Untergewicht bei den Obligationen. Ein substantieller Teil des Obligationenuntergewichts ist allerdings in Gold angelegt. Diese Diversifikation hat sich in den ersten drei Monaten des Jahres ausgezahlt.

Unsere Strategien liegen seit Jahresbeginn in allen drei Hauptwährungen komfortabel im Plus. Mit der momentanen Ausrichtung der Portfolios fühlen wir uns gut positioniert. Ein weiterer Aufbau der Obligationenquote prüfen wir laufend und das Untergewicht ist je nach Währung mittlerweile auch markant kleiner geworden. In unseren CHF-Mandaten ist das Untergewicht noch immer am stärksten ausgeprägt, da die erwarteten Renditen nach Handelskosten nur bedingt für die eingegangenen Risiken entschädigen. Steigen die Zinsen und die Kreditrisikoprämien allerdings an, sind weitere Zukäufe geplant. Auch bei den Aktien ist das Ziel, die Quote auf den neutralen Wert zu erhöhen, fühlen uns aber momentan mit dem leichten Untergewicht und vor allem auch der qualitätsfokussierten Umsetzung unserer Aktienquote sehr gut aufgestellt.



## Kontakt

Bank von Roll AG  
Bleicherweg 37  
CH-8027 Zürich

Tel. +41 44 233 32 00  
Fax +41 44 233 32 90

### Disclaimer

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen dienen lediglich der allgemeinen Information und sollten nicht als Grundlage für wesentliche Geschäftsentscheidungen verwendet werden, ohne dass zuvor mit der Bank von Roll AG Kontakt aufgenommen wurde, um genauere und aktuellere Informationen zu erhalten. Insbesondere werden sämtliche Marktdaten, einschliesslich der Preise von Wertpapieren oder anderen Finanzinstrumenten, in annähernder und/oder vereinfachter Form dargestellt und können sich im Laufe der Zeit ändern. Die Preise und Werte der beschriebenen Anlagen können schwanken. Dies ist weder ein Angebot noch eine Aufforderung durch oder im Auftrag der Bank von Roll AG zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten. Die verwendeten Informationen stammen aus oder basieren auf Quellen, welche die Bank von Roll AG als zuverlässig erachtet. Die Bank von Roll AG übernimmt keine rechtliche Verantwortung oder Haftung für die Genauigkeit, Richtigkeit oder Vollständigkeit der Informationen, die über dieses Dokument zugänglich sind. Jegliche Schlussfolgerungen, die der Benutzer aus den hier dargestellten Informationen zieht, sind seine eigenen und können nicht der Bank von Roll AG zugeschrieben werden. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Indikator für die zukünftige Entwicklung einer Anlage. Die Kommerzialisierung oder Verteilung dieses Dokuments ist nicht erlaubt.