



**TARENO**  
INTERNATIONAL  
ASSET MANAGERS

# Tareno View Q2 2023

Veröffentlicht: 14. April 2023





# Marktkommentar

## Anleihen

Die Volatilität an den Bondmärkten erreichte im Verlaufe des Quartals ungewohnte Ausmasse. Obwohl die Inflationsraten insgesamt nicht mehr so stark anstiegen wie in der zweiten Jahreshälfte 2022 hielten die Zentralbanken in den USA und Europa an ihrer restriktiven Haltung fest. In den USA erhöhte die Fed die Leitzinsen um 0.25%, während die EZB ihren Kurs mit einem 0.5%-Schritt fortsetzte. Das Bekenntnis zur Eindämmung der Inflation enttäuschte die Erwartung einiger Experten. Die im März aufgeflammete Bankenkrise gab ihnen Anlass zur Hoffnung auf eine Pause im Erhöhungszyklus. Die Kreditvergabestandards wurden sowohl in Europa als auch in den USA verschärft. Dies wirkte sich negativ auf die Risikoprämien, insbesondere im High-Yield-Markt, aus.

## Aktien

Technologie-Titel wie auch Firmen aus den Bereichen Kommunikation und zyklischem Konsum erwischten mit zweistelligen Zugewinnen den besten Start in das neue Jahr. Bedingt durch das erneute Bankenbeben, das von regionalen US-Banken ausging, gaben auf der anderen Seite insbesondere Bankentitel stark nach. Neben Energie-Aktien gehören Banken damit zu den grossen Verlierern im ersten Quartal. Die Gefahr möglicher Folgewirkungen wie beispielsweise

eine globale Liquiditätskrise im Bankensektor, bereitet den Anlegern Sorgen. Der Verkaufsdruck traf einzelne Bankinstitute wie die Deutsche Bank und die First Republic Bank besonders hart, so dass sich Politiker gezwungen sahen, beruhigende Worte an die Öffentlichkeit zu richten.

## Alternative Anlagen

Im ersten Quartal des aktuellen Jahres stieg der Goldpreis auf ein Zwölfmonatshoch und durchbrach vorübergehend sogar die Marke von USD 2'000 pro Unze. Zurückzuführen war diese erfreuliche Kursentwicklung auf Sorgen vor der Wiederkehr einer globalen Banken- und Finanzkrise. Ein leicht schwächerer US-Dollar gab dem Kursaufschwung zusätzlich Rückenwind. Wie erwartet hat sich Gold während einer volatilen Marktphase erneut als sicherer Hafen für Anleger erwiesen und trug im Portfoliokontext positiv zur Stabilisierung bei.

Auch der Bitcoinkurs legte mit +70% kräftig zu. In erster Linie aufgrund der lokalen US-Bankenkrise und der damit einhergehenden Verunsicherung, die durch den **Kollaps der Silicon Valley Bank (SVB)** und der **Credit Suisse** ausgelöst wurde.

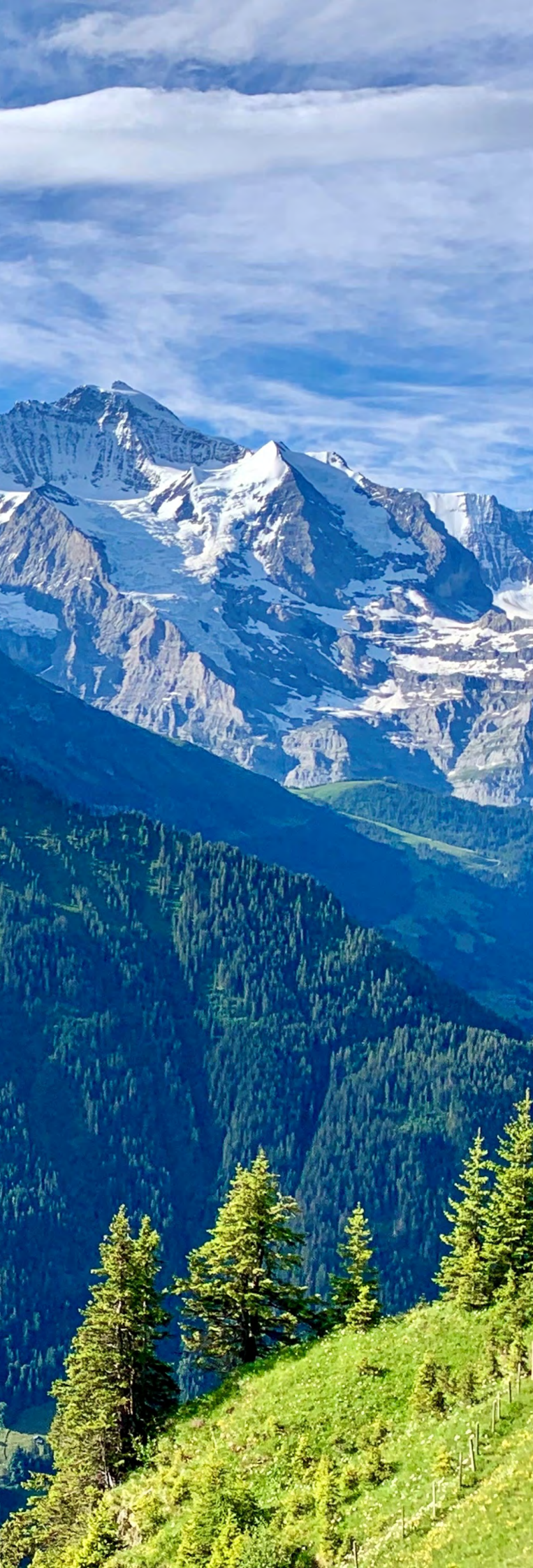
# Wirtschaft

Durch weitere Zinserhöhungen der wichtigsten Notenbanken im Westen wird unmissverständlich klar, dass der Wichtigkeit des monetären Inflationenkampfes eine besondere Bedeutung zukommt. So erhöhten sowohl die Fed, wie auch die Bank of England und die Schweizerische Nationalbank ihren Refinanzierungszinssatz um 25 Basispunkte, während die Europäische Zentralbank einen weiteren Anstieg von 50 Basispunkten verkündete. Damit liegt der Refinanzierungssatz im Euroraum nach nunmehr sechs aufeinanderfolgenden Erhöhungen bei 3.5%, in den USA zwischen 4.5% - 4.75% und in der Schweiz bei 1.5%. Insbesondere die Schweiz sticht mit niedrigen Zinsen hervor, was an der ebenfalls deutlich geringeren Inflationsrate von 3.5% liegt, wohingegen die jährlichen Preiserhöhungsraten im Februar in den USA bei 6.0% und in der EU bei 8.5% notierten.

Der Arbeitsmarkt zeigt sich vielerorts weiterhin robust, wobei es zumindest in Europa zeitgleich zu zahllosen Tarifverhandlungen sowie Streiks kommt. Aufgrund der weiterhin stark steigenden Lebensmittelpreise fordern Gewerkschaften nennenswerte, teils zweistellige Lohnerhöhungen um einen erneuten Reallohnverlust zu kompensieren.

Neben der Insolvenz der Start-up-finanzierenden SVB trieb der Vertrauensverlust auch die einheimische Credit Suisse in den Ruin. Seit Jahren schwindet das Vertrauen der Anleger und Investoren aufgrund zahlreicher kostspieliger Managementfehler. Innerhalb weniger Tage wurde der Kauf der Credit Suisse durch die konkurrierende UBS, flankiert von umfangreichen Liquiditätshilfen der Schweizerischen Nationalbank, abgewickelt. Mit einer mehr als doppelt so grossen Bilanzsumme wie das gesamte Schweizerische BIP ist die grösste Bank der Eidgenossen nun eindeutig „too big to fail“ und (noch deutlich mehr als bisher) systemrelevant.





# Ausblick

Trotz der weiterhin angespannten Situation an den Kapitalmärkten haben die Zentralbanken nach wie vor die Bekämpfung der Inflation im Visier. Wie bereits in der letzten Tareno View erwähnt, haben die Erfahrungen in den 1970/80er Jahren gezeigt, dass ein zu rascher Übergang zu Zinssenkungen die Inflation beim nächsten Aufschwung dann nur umso stärker ansteigen lässt und die Kosten für die Inflationsbekämpfung am Ende umso höher ausfallen. Entsprechend bleibt zu hoffen, dass die Inflation weiterhin erfolgreich bekämpft wird und sich ein weiterer Inflationsrückgang realisieren lässt.

Unser vorsichtiger Optimismus zahlte sich aus. Das 1. Quartal dieses Jahres zeigt eindrücklich, dass trotz vermeintlich schlechten Aussichten positive Anlagerenditen erzielt werden können und es sich sogar kurzfristig auszahlen kann, seiner gewählten Anlagestrategie treu zu bleiben.

Wir stellen uns für das 2. Quartal auf einen Finanzmarkt ein, welcher einerseits weiterhin mit Unsicherheiten kämpft und damit volatil bleibt, aber andererseits auch von beachtlichen Performancedivergenzen bezüglich Regionen, Sektoren und Firmen geprägt sein wird. Der Vermögensaufteilung sowie der konkreten Titelauswahl kommen einmal mehr grosse Bedeutung zu.

# Anlagepolitik

## Asset Allokation

Die Geschichte lehrt uns, dass für gut diversifizierte Anleger die grösste Gefahr für das Vermögen nicht darin liegt, in Phasen kurzfristiger Volatilität investiert zu sein, sondern davon, langfristig unterinvestiert zu sein. Es ist wichtig, sich dies immer wieder ins Bewusstsein zu rufen.

Nichtsdestotrotz dürfte die herrschende Unsicherheit in Bezug auf die Märkte und Gesamtwirtschaft noch eine Weile anhalten. Zudem werden sich die restriktiveren Kreditkonditionen negativ auf das Wirtschafts- und Gewinnwachstum auswirken. Aufgrund dessen halten wir an unserer vorsichtigen Einschätzung ein weiteres Quartal fest und legen unseren Fokus, unabhängig der Anlageklasse, auf konservative Werte.

Die Liquiditätsquote halten wir nicht, anders als dies in den vergangenen Jahren der Fall war, weil wir auf der festverzinslichen Seite keine Anlagemöglichkeit finden, sondern weil wir die maximale Aktienquote nicht voll ausschöpfen. Aufgrund

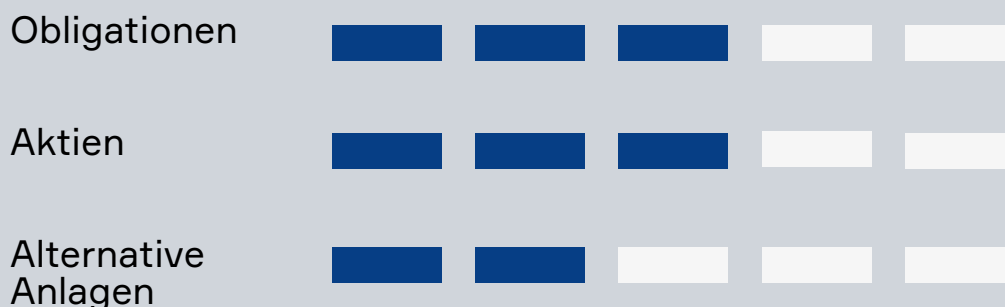
der ansprechenden Renditen sind wir auf der festverzinslichen Seite viel aktiver und ergänzen die Portfolios wo möglich mit Qualitätsanleihen.

Aufgrund der erwähnten Renditen und den inversen Kurskurven bewirtschaften wir den Liquiditätsteil wenn möglich mit Festgeldern und Treuhandanlagen. Nach jahrelanger Abstinenz können diese Anlagemöglichkeiten wieder sinnvoll eingesetzt werden.

Aktien-Engagements halten wir vorerst leicht unter dem erlaubten Maximum, sind aber in Bezug auf die Verteilung innerhalb des Aktienuniversums vermehrt defensiv ausgerichtet.

Alternative Anlagen verbessern insgesamt das Risikoprofil unserer Portfoliostrategien. Daher schätzen wir konstruktive Depotbeimischung und beschränken uns auf die liquiden Subkategorien. Wir behalten unsere Übergewichtung in Gold vorerst bei.

## Positionierung



Die Grafik zeigt die gegenwärtige Einschätzung des Tareno PM über die relative Attraktivität im Vergleich zu anderen Anlageklassen. Je mehr blaue Punkte, desto attraktiver.

## Anleihen

Wie in der letzten Tareno View erwähnt, ist das Risiko, dass die Notenbanken länger an der Zinsschraube drehen als der Markt erwartet, noch nicht vom Tisch.

Aus diesem Grund geben wir auf der festverzinslichen Seite erstklassigen und Investment-Grade Anleihen den Vorzug gegenüber Hochzinsanleihen. Aufgrund ihrer passablen Renditen und des Potenzials für Kapitalzuwächse bei einem möglichen Konjunkturabschwung, erkennen wir in den erstklassigen Anleihen eine gute Option zur Diversifikation. Bezüglich Laufzeiten orientieren wir uns bei Neuanlagen vermehrt am kurzen Ende und folgen dem Credo: Je schlechter die Bonität, desto kürzer die Laufzeit. Wir investieren weiterhin nach der beliebten Leiter-Strategie, also einem gestaffelten Anleihenportfolio, welches einen kontinuierlichen Geldfluss sicherstellt und das Zinsrisiko senkt.

## Aktien

Die Unsicherheit an den Märkten legt eine defensive Orientierung innerhalb der Aktienanlagen nahe. Dennoch können sich am Horizont wiederum schnell potenzielle Wendepunkte abzeichnen und infolgedessen konjunktursensible Firmen als performancestarke Aktien abzeichnen. Aus diesem Grund setzen wir auf einen guten Mix. In unseren Portfolios finden sich Substanzwerte und qualitativ hochwertige Ertragstitel, die Schutz vor Bewertungsrisiken und wirtschaftlicher Unsicherheit bieten. Zur Beimischung setzen wir bei den Satellitenanlagen auf konjunktursensitive Firmen mit erfahrener Management, dominierender Marktstellung und soliden Bilanzen, die durch die allgemeine Verunsicherung langfristig attraktive Kurs-Einstiegsmöglichkeit bieten.

Das US-Exposure haben wir jüngst zu Gunsten von Europa und der Schweiz reduziert und behalten dies auch weiterhin bei. Für den amerikanischen Markt sind wir aufgrund der restriktiveren Finanzierungsbedingungen, sinkenden Unternehmensgewinnen und relativ hohen Bewertungen besonders zurückhaltend.

## Alternative Anlagen

Unser Fokus liegt auf liquiden alternativen Anlagen, vorzugsweise Gold und etwas Bitcoin. Die einzige Ausnahme davon bildet ein Private Equity Engagement. Der Private Equity Markt sieht sich zahlreichen Herausforderungen ausgesetzt: Inflation, Rezessionsgefahr, schwacher IPO-Markt und steigende Kreditkosten. Wir halten vorerst an unserer Position fest, sind jedoch aufgrund des Marktumfelds in engem Kontakt mit dem Fondsmanagement.

Aus Diversifikationsgründen halten wir gerne Gold in den Portfolios und sehen neben der anhaltenden Inflationsthematik auch in der erwarteten USD-Schwäche einen weiteren starken positiven Treiber. Es ist jedoch möglich, dass wir einen Teil der Übergewichtung in den kommenden Monaten abbauen.

Das kräftige Kursfeuerwerk des Bitcoins kam auch für uns etwas überraschend. Allerdings ist es verständlich, dass in einem Marktumfeld, geprägt von Spannungen im Bankensystem, das dezentrale Konzept der Kryptowährung neu entflammte Anerkennung erfährt. Das disruptive Potential sehen wir weiterhin als gegeben und nehmen den Diversifikationscharakter in diesem Marktumfeld gerne weiterhin im Portfolio mit.

## Währungen

Die Performance-Volatilität, welche durch Fremdwährungen ausgelöst werden können, sollten Anleger nicht ausser Acht lassen. Aus diesem Grund pflegen wir ein aktives Währungsmanagement, bei welchem wir die Gewichtungen in Fremdwährungen üblicherweise gering bis moderat halten. Sehr überzeugend ist für uns aktuell der Schweizer Franken. Er gilt seit jeher als sicherer Hafen. Die Schweizer Wirtschaft erweist sich im derzeitigen Marktumfeld und im Vergleich zu anderen Industrieländern einmal mehr als äusserst robust. Eine weitere Aufwertung gegen EUR, USD und GBP halten wir daher für wahrscheinlich und halten die Gewichtung in den Portfolios vergleichsweise hoch.



**TARENO**  
INTERNATIONAL  
ASSET MANAGERS

## Impressum

Tareno AG  
St. Jakobs-Strasse 18  
CH-4052 Basel  
+41 (0)61 282 28 00

Tareno AG  
Claridenstrasse 34  
CH-8002 Zürich  
+41 (0)44 283 28 00

[info@tareno.ch](mailto:info@tareno.ch)  
[www.tareno.ch](http://www.tareno.ch)

## Verantwortlich

Sybille Wyss  
Chief Executive Officer  
[s.wyss@tareno.ch](mailto:s.wyss@tareno.ch)

Stefan Schütz  
Head Equity Research  
[s.schuetz@tareno.ch](mailto:s.schuetz@tareno.ch)

Annina Aeschi  
Leiterin Marketing  
[a.aeschi@tareno.ch](mailto:a.aeschi@tareno.ch)

Weitere Autoren:  
Frank Pfeiffer

## Disclaimer

Die Ausführungen und Angaben in dieser Publikation wurden von der Tareno AG nach bestem Wissen, teilweise aus externen (öffentlich zugänglichen) Quellen, welche die Tareno AG als zuverlässig beurteilt, ausschliesslich zu Informationszwecken zusammengestellt. Diese Publikation ist nicht das Ergebnis einer Finanzanalyse. Die Tareno AG und ihre Mitarbeiter haften nicht für falsche oder unvollständige Informationen sowie aus der Nutzung von Informationen und der Berücksichtigung von Meinungsäusserungen entstehende Verluste oder entgangene Gewinne. Die Ausführungen und Angaben begründen weder eine Anwerbung oder Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf irgendwelcher Anlageinstrumente oder zur Vornahme sonstiger Transaktionen.

Ebenso stellen sie keinen konkreten Anlagevorschlag oder eine sonstige Beratung bezüglich rechtlicher, steuerlicher oder anderer Fragen dar. Eine positive Rendite einer An-

lage in der Vergangenheit stellt keine Garantie für eine positive Rendite in der Zukunft dar. Die hier gemachten Ausführungen, Angaben und geäusserten Meinungen sind nur zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments aktuell und können sich jederzeit ändern.

Eine Vervielfältigung oder Reproduktion dieser Publikation, auch auszugsweise, ist ohne schriftliche Einwilligung der Tareno AG nicht gestattet. Die „Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse“ der Schweizerischen Bankiervereinigung finden keine Anwendung.

Bilder: IStock, Pixabay, Unsplash  
Originale: Marijke Vosmeer