



BELVÉDÈRE  
Asset Management

September 2022

---

DEUTSCHLAND BOOMT

# MARKT- PERSPEKTIVEN

# DEUTSCHLAND BOOMT

Zugegeben, der Titel ist bewusst provokativ gewählt. Vermutlich wundern Sie sich darüber, denn in den vergangenen Wochen und Monaten hat man Sie medial eher vom Gegenteil zu überzeugen versucht. Aufhänger war dabei oft die deutsche Handelsbilanz, die im Mai 2022 erstmals seit 30 Jahren ins Negative rutschte, Deutschland also wertmässig mehr Güter importierte als exportierte. Vom Niedergang des Exportweltmeisters war da etwa die Rede.



Wie ist dieses Handelsbilanzdefizit Deutschlands einzuordnen? Zunächst ist der Aussenhandel bzw. die Handelsbilanz ein Nullsummenspiel. Jedem Exportüberschuss steht irgendwo ein Importüberschuss gegenüber. Ein Handelsbilanzdefizit ist nicht per se gut oder schlecht. Relevant ist wenn schon die Handelsaktivität insgesamt. Und in absoluten Zahlen waren die deutschen Exporte und Importe zuletzt so hoch wie noch nie. Einschränkend muss man indes erwähnen, dass es sich um nominelle Werte handelt, was angesichts der Inflation insbesondere die Importe «aufgebläht» hat. Ausserdem sind die Importe von heute die Investitionen und der Konsum im Inland von morgen. Das heisst die Importe fliessen mit einem negativen Vorzeichen in die BIP-Berechnung ein, tauchen in anderen BIP-Komponenten aber als positive Werte wieder auf.

Weiter «weltmeisterlich» unterwegs ist Deutschland, wenn man die Leistungsbilanz heranzieht, die neben dem Handel mit Gütern auch grenzüberschreitende Dienstleistungen umfasst. Der Leistungsbilanzüberschuss Deutschlands ist mit 7% des Bruttoinlandprodukts trotz leichten Rückgangs immer noch ausserordentlich hoch (Rang 1 unter den G20-Staaten). Dieser wurde und wird von vielen Ländern – besonders lautstark von den USA unter Donald Trump – als viel zu hoch kritisiert. Deutschland investiere und konsumiere zu wenig bzw. spare zu viel. Ich habe mich unter dem Titel «Ist Deutschland zu erfolgreich?» vor einigen Jahren schon einmal für unseren nördlichen Nachbarn stark gemacht. Deutschland seine wirtschaftliche Stärke anzulasten, so die Argumentation, schiesse am Ziel vorbei. Es sei, wie wenn man Roger Federer bitten würde, die anderen auch mal gewinnen zu lassen.

Zurück zum Titel dieses Beitrags: Deutschland boomt natürlich nicht. Die Wirtschaft schwächt sich – wie im Rest der Welt – ab. Die teilweise in die Jahre gekommene Infrastruktur, missglückte Grossprojekte wie der Berliner Flughafen, die drohende Energieknappheit, die Deutschland besonders stark treffen würde, oder die notorischen Verspätungen der Deutschen Bahn verstärken den Eindruck des Abstiegs. Diesen kann man aber nicht an den jüngsten Zahlen zur Handelsbilanz festmachen. Im Gegenteil: Sucht man nach Positivem, wird man im deutschen Aussenhandel fündig. Übrigens: Die Werte zur Handelsbilanz im Mai wurden nachträglich nach oben revidiert – zu einem Überschuss!

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'th. Heller', written in a cursive style.

Thomas Heller  
CIO, Belvédère Asset Management

## KONJUNKTUR

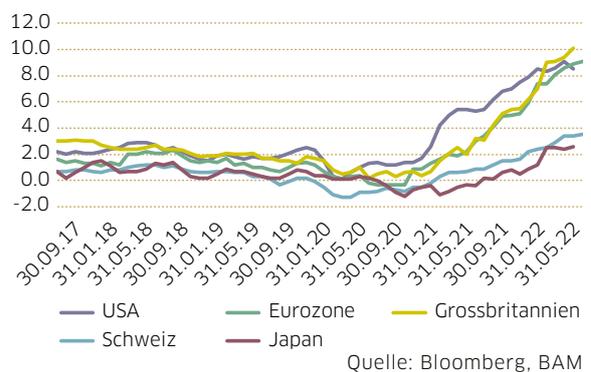
Im Juli hat die US-Inflation erstmals seit langer Zeit positiv überrascht. Anstatt der erwarteten 8.7% fiel sie auf 8.5% von zuvor 9.1%. Fast noch wichtiger: Die Kern-Inflation ist nicht wie erwartet gestiegen, sondern verharrte bei 5.9%. Der Höhepunkt in der US-Inflation dürfte damit endlich überschritten sein. Dennoch: Die Teuerung bleibt in den USA erhöht. In der Eurozone und in Grossbritannien notiert sie auf Höchstwerten und könnte sogar noch etwas steigen. Und selbst in traditionellen Tief-Inflationsländern wie Japan oder der Schweiz hat die Teuerung angezogen (vgl. Abb.).

Die US-Konjunktur hält sich nach wie vor erstaunlich gut. Der Arbeitsmarkt ist immer noch sehr stark und zuletzt haben sogar Stimmungsindikatoren (z.B. Konsumentenstimmung) positiv überrascht. Problematisch werden könnte die sich ungewohnt stark öffnende Schere zwischen der Produktivität (-3% in der ersten Jahreshälfte) und den Lohnstückkosten (+5.7%). In der Eurozone stehen die Zeichen weiter auf Abschwung. Noch widerspiegelt sich das hauptsächlich in Vorlauf- und

Stimmungsindikatoren. Es ist aber nur eine Frage der Zeit, bis sich das auch in den harten Wirtschaftsdaten niederschlagen wird.

Fazit: Die Konjunktur hält sich bislang besser als befürchtet, mit einer Verbesserung ist jedoch vorerst nicht zu rechnen. Die Gefahr einer spürbaren Wachstumsdelle bleibt. Aufgrund des aktuellen Datenkranzes rechnen wir derzeit zumindest in den USA nicht mit einer Rezession, für die Eurozone ist die Ausgangslage hingegen weniger klar.

### Inflation in % ggü. Vorjahr



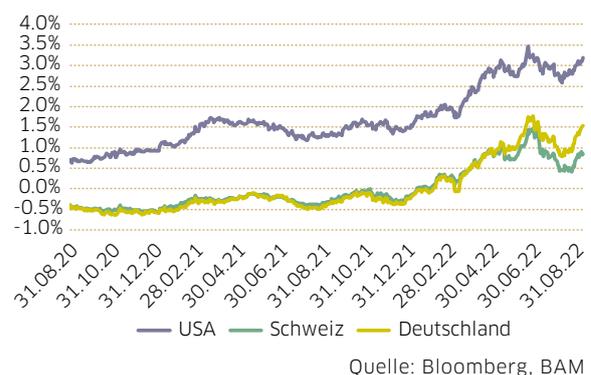
## ZINSEN

Die ungewöhnlich grossen Ausschläge bei den Kapitalmarktrenditen halten an. Nach dem zuvor überraschend starken Rückgang haben die langfristigen Zinsen seit Anfang August wieder spürbar angezogen, verharren jedoch unter den Höchstständen vom Juni (vgl. Abb.). Eine Gegenbewegung war zu erwarten gewesen, Ausmass und Geschwindigkeit haben aber einmal mehr überrascht. Eine eindeutige Ursache für diese Entwicklung ist schwer auszumachen. Vor Monatsfrist hatten wir an dieser Stelle die Bereitschaft der Notenbanken, die Inflation im Zweifel auch zulasten der Konjunktur zu bekämpfen, für die rückläufigen Zinsen verantwortlich gemacht. Der zinsdämpfende Effekt der Wachstumsverlangsamung hätte demnach in der Erwartung der Marktakteure die zinstreibenden Kräfte der hohen Teuerung und der anstehenden Leitzinserhöhungen überwogen.

Hat dieser Wind gedreht? Spätestens seit der Rede von Fed-Chef Jerome Powell am Notenbank-Treffen in Jackson Hole am 26. August wohl definitiv. Powell betonte nachdrücklich, dass die Wieder-

herstellung der Preisstabilität – welche in der Definition der Fed bei 2% erreicht ist – alternativlos sei, auch wenn es den Haushalten und der Wirtschaft Schmerzen bereiten werde. Die Hoffnung, dass die Fed bei beginnender Wirtschaftsflaute ihren Zinserhöhungszyklus früher beenden würde, hat sich damit zerschlagen. Vieles davon dürfte allerdings in den aktuellen Langfristzinsen bereits abgebildet sein. Wir rechnen weiterhin nicht damit, dass die Juni-Höchststände erreicht oder gar übertroffen werden.

### Rendite 10j. Staatsanleihen



## AKTIEN

Die steigende Inflation, die restriktiveren Notenbanken, die Lockdowns in China, Lieferkettenprobleme und der Ukraine-Krieg hatten sich in der ersten Jahreshälfte zu einem «perfekten Sturm» zusammengebraut und die Aktienmärkte deutlich ins Minus gedrückt. Zeitweise lagen die Indizes 20% und mehr im Minus. Um die Jahresmitte war dann allerdings sehr viel Negatives in den Kursen eingepreist und eine Erholung war absehbar (vgl. Marktperspektiven vom Juli 2022). Wie lange und wie stark sie ausfiel, hat dann aber doch überrascht. Derzeit herrschen andere Vorzeichen: War in den Kursen im Juni viel Negatives enthalten, hat sich

das Bild nach der zweimonatigen Erholung verändert. In den Kursen war/ist nichts Negatives mehr eingepreist – keine mögliche Rezession, keine Verschärfung der geopolitischen Spannungen, keine geldpolitische Straffung. Die negative Reaktion der Märkte auf die Absage von US-Notenbankchef Jerome Powell an eine weniger straffe Zinspolitik verdeutlicht, dass sie vulnerabler geworden sind. Es fehlt momentan der Auslöser für die nächste Kursbewegung nach oben. Den Aktienmärkten ist die Puste etwas ausgegangen. Allerdings rechnen wir auch nicht mit einer Fortsetzung des Abwärtstrends der letzten zwei Wochen.

Anlageklassen	Einschätzung	Kommentar
<b>Anleihen</b>		
Staatsanleihen		Die Notenbanken werden die Leitzinsen weiter erhöhen. Der Anstieg bei den langen Zinsen ist weit fortgeschritten.
Unternehmensanleihen		
<b>Aktien</b>		
Schweiz		Es fehlt momentan der Auslöser für die nächste Kursbewegung nach oben. Eine Fortsetzung des jüngsten Abwärtstrends ist nicht zu erwarten, die Märkte bleiben allerdings volatil.
Eurozone		
Grossbritannien		
USA		
Schwellenländer		
<b>Immobilien</b>		
Schweiz		Immobilienanlagen haben zuletzt ebenfalls verloren. Die vergleichsweise günstige Bewertung und die hohe Nachfrage nach Wohnraum bilden eine Stütze.
<b>Rohstoffe</b>		
Öl		Gold ist wegen höheren Zinsen und starkem US-Dollar unter Druck. Der Ölpreis ist gefangen zwischen Konjunkturabkühlung und Angebotsknappheit.
Gold		
<p>unattraktiv  attraktiv   aktuelle Einschätzung der Anlageklasse</p>		

### Impressum

© BAM 2022. Alle Rechte vorbehalten. | Herausgeber: Belvédère Asset Management AG | Redaktionsschluss: 1.9.2022

### Disclaimer

Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen und Ansichten dienen ausschliesslich zu Informationszwecken und begründen weder eine Aufforderung seitens der Belvédère Asset Management noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder zur Tätigkeit sonstiger Transaktionen. Die darin enthaltenen Informationen und Ansichten beruhen auf Quellen, die wir als zuverlässig erachten. Dennoch können wir weder für die Zuverlässigkeit noch für die Vollständigkeit oder Richtigkeit dieser Quellen garantieren. Soweit gesetzlich zulässig schliessen wir jede Haftung für direkte, indirekte oder Folgeschäden aus, einschliesslich entgangenen Gewinns, die aufgrund der publizierten Informationen entstehen. Interessierten Investoren empfehlen wir dringend, ihren persönlichen Kundenbetreuer zu konsultieren, bevor sie auf der Basis dieses Dokumentes Entscheidungen fällen, damit individuelle Umstände, Bedürfnisse und Anlageziele im Rahmen einer umfassenden Beratung gebührend berücksichtigt werden können.