



BELVÉDÈRE  
Asset Management

Oktober 2022

---

DIESMAL IST ES ANDERS

# MARKT- PERSPEKTIVEN

# DIESMAL IST ES ANDERS

«Diesmal ist es anders.» Wie oft hat man diesen Satz schon gehört? Meist geht es darum, eine aussergewöhnliche, zum Beispiel besonders positive Marktentwicklung trotz Warnsignalen zu begründen. Ein Klassiker ist die Dotcom-Blase um die Jahrtausendwende, als die damals exorbitanten Bewertungen mit der New Economy und deren unendlichen Möglichkeiten legitimiert wurden.



Meist ist es aber eben nicht anders. Hohe Bewertungen und eine (zu) euphorische Stimmung sind kein Grund für noch höhere Kurse. Anhaltende geopolitische Unsicherheiten, welche die Wirtschafts- und Finanzzentren tangieren, beflügeln die Aktienmärkte nicht. Rasch steigende langfristige Zinsen sind nicht gut für die Aktienkurse, insbesondere wenn nicht ein wirtschaftlicher Aufschwung, sondern eine ausufernde Inflation dahintersteckt. Restriktivere Notenbanken, welche die Leitzinsen anheben und Liquidität abschöpfen, belasten die Märkte. Eine absehbare Konjunkturschwäche mit schlechten Unternehmensergebnissen ebenso. Im Einzelfall mag das nicht gelten, in der Regel aber eben schon. Das lässt sich dieses Jahr bestens beobachten.

Und doch ist es dieses Mal tatsächlich anders als sonst. Und zwar aus zwei Gründen. Zum einen passieren die aufgezählten Ereignisse seit einigen Monaten alle gleichzeitig. Das ist per se schon aussergewöhnlich. Zum anderen kann man für einmal nicht auf die Notenbanken zählen. Ich bin seit bald 30 Jahren am Markt und kann mich nicht erinnern, dass die Währungshüter den Märkten in einer Phase, wie wir sie derzeit erleben, nicht beigestanden wären. Das soll kein Aufruf an die Notenbanken sein, die Geldschleusen wieder zu öffnen. Denn der sogenannte «Notenbank-Put», also die Gewissheit, dass die Währungshüter im Fall der Fälle rasch und unter Umständen sogar vorbeugend eingreifen würden, ist ein Teil des heutigen Problems. Dass sie derzeit nicht eingreifen (können), ist dennoch bemerkenswert.

Wie geht es weiter? Die Aktienmärkte können aktuell weder von der Konjunktur noch von der Zinsfront oder der Geopolitik Unterstützung erwarten. Das ist zwar in den Kursen mehrheitlich enthalten. Aber es fehlt derzeit ein Auslöser für eine nachhaltige Erholung. Und die bevorstehende Berichtssaison könnte nochmals zu einem echten Test werden (vgl. Aktienkommentar). Immerhin – und das mag sonderbar klingen – ist die Stimmung an den Aktienmärkten sehr schlecht. Das könnte bedeuten, dass wer verkaufen wollte, verkauft hat und damit der Abgabedruck nachlässt. Oder vielleicht wird es auch dieses Mal so sein wie immer: Wenn's wirklich brennt, eilen die Notenbanken herbei, wie es die Bank of England jüngst bereits vorgemacht hat (diesmal allerdings wohl aus gutem Grund). Und das kürzlich vorgestellte Transmission Protection Instrument (TPI) der Europäischen Zentralbank (EZB) steht bereit. Man darf gespannt sein.

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

Thomas Heller  
CIO, Belvédère Asset Management

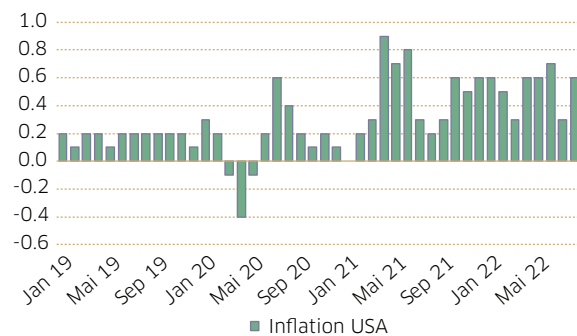
## KONJUNKTUR

Die US-Wirtschaft hält sich nach wie vor relativ gut. Der Einkaufsmanager-Index (PMI) der Industrie steht auch im September über der Wachstumsschwelle von 50 Punkten und der Privatkonsum stieg im August leicht an. Robust blieb zudem die Investitionstätigkeit der Unternehmen. Die höheren Zinsen hinterlassen jedoch erste Bremsspuren im zyklischen Bausektor. Je mehr die US-Notenbank (Fed) an der Zinsschraube dreht, desto grösser die Gefahr, dass weitere Bereiche der Wirtschaft negativ tangiert werden. Die Fed hat für weitere Zinserhöhungen allen Grund, denn die Inflation hat sich im August unerwartet beschleunigt (Kernrate 0.6%, nach 0.3% im Vormonat). Noch sehen wir keine Rezession in den USA, aber die Risiken haben sich klar erhöht.

Die Wirtschaft der Eurozone profitierte bis vor kurzem noch von Nachholeffekten (Dienstleistungen, Reisen). Diese positiven Effekte haben zusehends nachgelassen. Dazu kommt die weiter

steigende Inflation (10.0% im September), die an der Kaufkraft der Konsumenten nagt. Die Industrie leidet immer noch unter Kapazitätsengpässen und vor allem unter höheren Energiepreisen. Der entsprechende PMI notiert bereits den zweiten Monat in Folge unter 50 Punkten. Die Eurozone steuert auf eine Rezession zu. Offen sind lediglich Dauer und Ausmass des Abschwungs, was letztlich auch von der Verfügbarkeit der Energie abhängt.

### Inflation USA (Kernrate) in % ggü. Vormonat



Quelle: Bloomberg, BAM

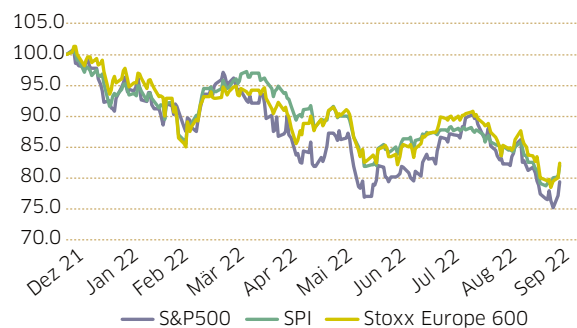
## AKTIEN

Die Aktienmärkte starteten zuversichtlich in den September, wurden jedoch von einer deutlich höher als erwarteten US-Inflation jäh auf den Boden der Realität zurückgeholt. Über den Monat verloren die Indizes 6% bis 10%, wobei Wachstumswerte am meisten unter die Räder kamen. Mittlerweile dürfte aber viel Negatives (z.B. schlechte Konjunktur, Eskalation im Ukraine-Konflikt) in den Kursen eingepreist sein. Zudem ist die Stimmung unter den Investoren stark eingetrübt. So liegt der Anteil der optimistischen Anleger in den USA gemäss Umfragen noch bei lediglich 20%, ein ausgesprochen tiefer Wert. Es ist somit durchaus möglich, dass es nach den hohen Kursverlusten zu einer Gegenreaktion kommt.

Die anstehende Berichtssaison könnte allerdings das Bild schnell wieder eintrüben. Zwar haben die Analysten ihre Gewinnschätzungen für den S&P500 für das dritte Quartal bereits um über 6% reduziert, angesichts der schlechten Konjunktur dürften die

Ausblicke der Firmen allerdings kaum rosig ausfallen. Ein Beispiel ist Nike: Der amerikanische Sportartikelhersteller leidet unter hohen Lagerbeständen und der Zurückhaltung der Konsumenten, worauf die Aktie über 12% korrigierte. Ein weiterer Bremsklotz für die Aktienmärkte sind die Zinsen. Erstmals seit langem haben Investoren wieder eine echte Alternative zu Aktien.

### Aktienmärkte seit Jahresbeginn (indexiert)



Quelle: Bloomberg, BAM

## ZINSEN

Die ungewöhnlich grossen Ausschläge bei den Kapitalmarktrenditen halten an. Der seit Mitte August zu beobachtende Zinsanstieg hat sich im Septem-

ber nahtlos fortgesetzt und in den USA und Europa wurden die Höchststände vom Juni (entgegen unseren Erwartungen) übertroffen. In der Schweiz

bewegten sich die Zinsen im erwarteten Rahmen. Gründe für den starken Anstieg der US-Zinsen waren die überraschend hohe Inflation und die Entschlossenheit der Fed, so viele Zinserhöhungen wie zur Preisstabilität nötig sind durchzuziehen.

Einen noch stärkeren Zinsanstieg erfuhren britische Anleihen, nachdem die neue Regierung unter Liz Truss Steuersenkungen ankündigte. Der Obligationenmarkt geriet derart aus den Fugen, dass die Bank of England mit unlimitierten Käufen das lange Ende der Zinskurve stabilisieren musste. Diese

Aktion führte dann auch zu einer Entspannung in den anderen Zinsmärkten. Kurzfristig dürfte das Schlimmste überstanden sein, ob nochmals mit neuen Höchstständen zu rechnen ist, hängt im Wesentlichen vom weiteren Verlauf der Inflation ab. Wir gehen davon aus, dass die Fed die Zinsen an ihren nächsten beiden Sitzungen nochmals um 75 beziehungsweise 50 Basispunkte erhöhen wird. Auch die EZB und die Schweizerische Nationalbank werden angesichts der höheren Inflation nicht um weitere Zinserhöhungen herumkommen.

Anlageklassen	Einschätzung	Kommentar
<b>Anleihen</b>		
Staatsanleihen		Die hohe und hartnäckiger als erwartete Inflation zwingt die Notenbanken zu weiteren Zinserhöhungen. Am langen Ende dürfte das Schlimmste vorerst überstanden sein.
Unternehmensanleihen		
<b>Aktien</b>		
Schweiz		Die Kurse haben kurzfristig gegen unten wohl überschossen, eine Gegenbewegung ist möglich. Die kommende Berichtssaison könnte aber für negative Überraschungen sorgen.
Eurozone		
Grossbritannien		
USA		
Schwellenländer		
<b>Immobilien</b>		
Schweiz		Immobilienanlagen haben unter den steigenden Zinsen gelitten. Die Bewertungen sind deutlich gefallen und sind auf diesen Niveaus nicht uninteressant.
<b>Rohstoffe</b>		
Öl		Gold war trotz heftiger Marktturbulenzen wegen höherer Zinsen und starkem Dollar unter Druck. Der Ölpreis dürfte sich aufgrund der geplanten Produktionsdrosselung der OPEC stabilisieren.
Gold		

unattraktiv attraktiv aktuelle Einschätzung der Anlageklasse

Impressum  
© BAM 2022. Alle Rechte vorbehalten. | Herausgeber: Belvédère Asset Management AG | Redaktionsschluss: 6.10.2022

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.