



BELVÉDÈRE
Asset Management

November 2022

CHINA, DEIN FREUND UND FEIND

MARKT- PERSPEKTIVEN

CHINA, DEIN FREUND UND FEIND

Bis vor Kurzem war die Sache klar(er). China ist gross, hat sich geöffnet und wächst überdurchschnittlich. Vieles wird zwar zentral gesteuert und der staatlich verordnete Auf- und Umbruch erzeugt auch Ungleichgewichte und Risiken. Doch es bestanden kaum Zweifel, dass das Land wirtschaftlich und politisch weiter an Bedeutung gewinnen würde. China wurde zum Freund westlicher Unternehmen. Zum einen wegen der riesigen Absatzchancen im bevölkerungsreichsten und investitionsfreudigen Land. Zum anderen wurde China als «Werkbank der Welt» als Lieferant für die globalen Wertschöpfungsketten unverzichtbar. Die billigen Produkte hielten zudem die Inflation in Schach.



Diese vermeintlichen Gewissheiten haben Risse bekommen, so etwa beim Wachstum. Nicht nur, dass sich China aktuell in einer Abschwächungsphase befindet (wegen der restriktiven Zero-Covid-Politik zum Teil selbstverschuldet). Auch die längerfristige Wachstumsgeschichte bekommt einen Dämpfer. Das übliche Muster – nämlich die Kreditvergabe anzukurbeln – stösst an seine Grenzen. Das ist im Grunde zu begrüßen, da viele der so ausgelösten Investitionen unproduktiv sind und lediglich Überkapazitäten in der Industrie, bei der Infrastruktur und im Immobiliensektor schaffen. Aber es drückt auch auf die Wachstumsraten. Genauso wie die Tatsache, dass gemäss Schätzungen der UNO die erwerbsfähige Bevölkerung in den nächsten 25 bis 30 Jahren deutlich abnehmen wird.

Die Haltung des Auslands gegenüber dem Reich der Mitte hat sich zuletzt massgeblich verschlechtert. Zu den Gründen dafür gehören unter anderem Chinas unfaire Handelspraktiken, Menschenrechtsverletzungen, ein unter Xi Jinping zusehends totalitärer werdender Überwachungsstaat oder die Verfolgung geopolitischer Ziele mittels Investitionen in Unternehmen und in Infrastruktur im Ausland. Vieles davon ist keineswegs neu, wurde aber angesichts der Chancen oft ausgeblendet. Gerade Chinas Handelspraktiken sind, spätestens seit sie Donald Trump lautstark moniert hat, auch einer breiten Bevölkerung bekannt. Neu kommt hinzu, dass sich Unternehmen auch aus geschäftspolitischen Überlegungen teilweise von China abwenden. Die Corona-Krise hat dazu beigetragen, dass viele Firmen ihre Kooperationen und Lieferabhängigkeiten von einem einzelnen Land hinterfragen und aus Diversifikations- und Sicherheitsüberlegungen vermehrt auch andere Produktionsstandorte berücksichtigen.

Realpolitik oder Moral? Freund oder Feind? Das Pendel im Umgang mit China schlägt derzeit Richtung Feind und Moral aus. Dabei agiert die Politik aus strategischen und geopolitischen Überlegungen kritischer als die Wirtschaft, die immer noch einen grossen Markt mit viel Potenzial sieht. «Wandel durch Handel» stand für die Hoffnung, beides unter einen Hut zu bringen. Das hat sich bis jetzt nicht bewahrheitet. Und künftig? Immerhin hat Chinas Führung in der Satzung des Parteitags von 2017 als Hauptaufgabe verankert, dem chinesischen Volk bis 2049 (d.h. 100 Jahre nach Gründung der Volksrepublik China) zu einem «schönen und guten Leben» zu verhelfen. Wenn sie es ernst meint, wird das auf Dauer nicht gegen den Rest der Welt gehen.

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'th. Heller'.

Thomas Heller
CIO, Belvédère Asset Management

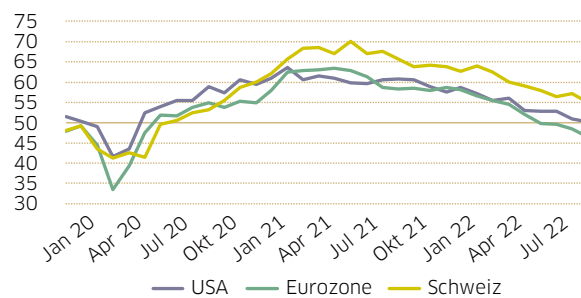
KONJUNKTUR

Auf den ersten Blick ist das Wirtschaftswachstum in den USA im dritten Quartal mit 2.6% (zum Vorquartal, annualisiert) robust ausgefallen. Ein genauerer Blick zeigt indes, dass diese Zahl hauptsächlich dem Aussenhandel mit boomenden Energieexporten zu verdanken ist. Der wichtige Privatkonsum hat sich abgeschwächt und der Bau-sektor ist aufgrund der hohen Zinsen eingebrochen. Wir gehen von einer Verlangsamung des Wachstums aus. Eine Rezession sehen wir aber nach wie vor nicht. Dafür ist der Arbeitsmarkt mit seinen mehr als 10 Mio. offenen Stellen zu stark und die Ersparnisse aus der Covid-Zeit sind mit ungefähr USD 1'700 Mrd. immer noch erstaunlich hoch.

In der Eurozone hat sich das Wachstum im dritten Quartal bereits deutlich verlangsamt. Gleichzeitig beschleunigte sich der Preisanstieg von 10% im September auf 10.7% im Oktober, was den Konsum belasten wird. Weiter rückläufig und unter der Wachstumsschwelle von 50 Punkten notieren sowohl der Einkaufsmanager-Index (PMI) der Indus-

trie als auch jener des Dienstleistungssektors (vgl. Abb.). Damit steuert die Eurozone auf eine Rezession zu. Der Preisrückgang von 66% beim Gas seit dem Höchststand und die vollen Speicher könnten indes eine allzu starke Rezession verhindern. Die Schweizer Wirtschaft kann sich den negativen Trends der Eurozone zumindest teilweise entziehen. So notiert der Industrie-PMI weiterhin über 50 Punkten und die Inflation bewegt sich mit etwas über 3% in gemässigten Bahnen.

Einkaufsmanager-Indizes im Vergleich (50 = Wachstumsschwelle)



Quelle: Bloomberg, BAM

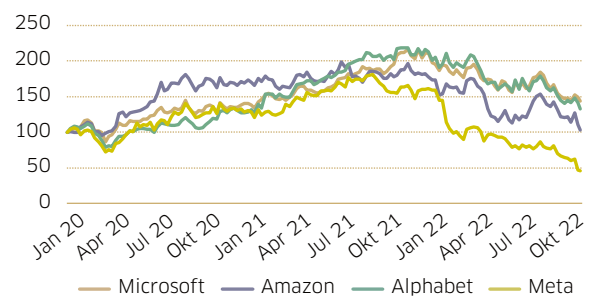
AKTIEN

Nach den hohen Kursverlusten im September zeigten die Börsen im Oktober eine eindruckliche Gegenreaktion mit Kursgewinnen von 4.8% im SPI, 9.4% im Dax und 8% im S&P 500. Gründe dafür waren die beschriebene Beruhigung an der Zinsfront am langen Ende, die stark überverkaufte technische Konstellation und die insgesamt etwas besser als erwarteten Unternehmensresultate. Es konnten aber nicht alle Aktien von der positiven Marktstimmung profitieren. Dazu gehörten die ehemaligen Lieblinge aus dem Technologiesektor Microsoft, Alphabet, Amazon und Meta, die mit ihren Quartalszahlen enttäuschten (vgl. Abb.). Die Zahlen zeigten, dass diese Firmen nicht immun gegen den Konjunkturabschwung sind.

Es stellt sich nun die Frage, ob die Börsen den positiven Schwung bis Ende Jahr oder sogar darüber hinaus mitnehmen können. Bestimmende Faktoren sind die erwartete Gewinnentwicklung der Unternehmen und die Geldpolitik. Die laufende Berichterstattung zeigt, dass die CEOs eher vorsichtige Ausblicke geben. Belastende Faktoren sind: Schwächere Konjunktur mit zurückhaltende-

ren Konsumenten, besonders in Europa, höhere Inputkosten (Löhne, Energie, Rohstoffe) und im Fall der US-Unternehmen der starke Dollar. Es ist Margendruck zu erwarten und die Gewinnentwicklung dürfte als positiver Treiber wegfallen. Bei der Geldpolitik sind die Spekulationen auf eine vorzeitige Lockerung bis jetzt jeweils enttäuscht worden, so auch vergangenen Mittwoch. Wir würden weiterhin nicht darauf bauen und denken, eine volatile Seitwärtsentwicklung ist für die nächsten Wochen das wahrscheinlichste Szenario für die Aktienmärkte.

Tech-Aktien auf dem Boden der Realität (indexiert 01.01.2020 = 100)



Quelle: Bloomberg, BAM

ZINSEN

Die Langfristzinsen entwickelten sich in der Eurozone und der Schweiz zuletzt per Saldo seitwärts und in Grossbritannien beruhigte sich der Zinsmarkt nach dem Rücktritt von Liz Truss. Die US-Zinsen stiegen im Monatsverlauf bis auf 4.25% und begannen erst wieder zu sinken, nachdem mehrere Fed-Mitglieder Kritik an zu aggressiven Zinsschritten geäussert hatten. Eine solche Kritik ist durchaus berechtigt, denn die höheren Zinsen beeinflussen die Wirtschaft mit einer Verzögerung. Nach der Erhöhung um 75 Basispunkte am letzten Mittwoch dürften im Dezember und im Februar 2023 zwei kleinere Schritte folgen, bevor dann die Fed

im Frühling eine Pause einlegen wird. Bis dahin ist eine Entspannung bei der Inflation durchaus möglich. Mit dem Preisrückgang bei Gebrauchtwagen von 15% sehen wir erste Anzeichen in diese Richtung. Die EZB erhöhte die Zinsen ebenfalls um 75 Basispunkte auf 1.5% (Einlagensatz). Wir gehen davon aus, dass die EZB die Zinserhöhungen fortsetzen wird, aber angesichts der drohenden Rezession weniger aggressiv agieren wird als die Fed. Am langen Ende sollte das Schlimmste vorüber sein. Das gilt insbesondere für die USA, wo die Realzinsen mit rund 1.5% ein attraktives Level erreicht haben.

| Anlageklassen | Einschätzung | Kommentar |
|----------------------|--------------|---|
| Anleihen | | |
| Staatsanleihen | | Die Notenbanken haben den Zinserhöhungszyklus noch nicht abgeschlossen. Am langen Ende dürfte das Schlimmste vorerst überstanden sein. |
| Unternehmensanleihen | | |
| Aktien | | |
| Schweiz | | Die Börsen zeigten im Oktober die erwartete Gegenbewegung. Bei der Berichtssaison überwiegen jedoch die vorsichtigen Ausblicke, womit die nächsten Wochen schwieriger werden dürften. |
| Eurozone | | |
| Grossbritannien | | |
| USA | | |
| Schwelmländer | | |
| Immobilien | | |
| Schweiz | | Immobilienanlagen haben sich von den Tiefstständen zuletzt lösen können. Die Bewertungen sind entsprechend etwas gestiegen, aber immer noch relativ günstig. |
| Rohstoffe | | |
| Öl | | Gold hat auch im Oktober an Wert verloren. Das weitere Abwärtspotenzial ist begrenzt. Beim Öl halten sich Produktionskürzungen und die schwächere Konjunktur die Waage. |
| Gold | | |

unattraktiv attraktiv aktuelle Einschätzung der Anlageklasse

Impressum

© BAM 2022. Alle Rechte vorbehalten. | Herausgeber: Belvédère Asset Management AG | Redaktionsschluss: 3.11.2022

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.