



BELVÉDÈRE  
Asset Management

Februar 2023

---

DANCING ON THE CEILING

# MARKT- PERSPEKTIVEN

# DANCING ON THE CEILING

In «Dancing On The Ceiling» (an der Decke tanzen), einem Lied von Lionel Richie aus dem Jahr 1986, geht es um Spass, ums Party machen. Der Tanz an der Decke, von dem im Folgenden die Rede ist, macht hingegen keinen Spass und könnte im Gegenteil den Märkten die Party verderben. Gemeint ist die «debt ceiling», die Schuldenobergrenze in den USA. Diese liegt bei USD 31.4 Billionen und wurde vor Kurzem erreicht. Das heisst, die US-Regierung darf keine neuen Schulden aufnehmen und es droht die Zahlungsunfähigkeit. Notfallmassnahmen, welche das Finanzministerium bereits ergriffen hat, verschaffen der Regierung immerhin Zeit bis voraussichtlich Anfang Juni.



Abhilfe schaffen würde die Anhebung der Schuldenobergrenze durch den Kongress. Eigentlich eine Routineangelegenheit. Nicht nur, weil der Kongress das in der Vergangenheit bereits oft getan hat – konkret 78 Mal, wie NBC nachgezählt hat. Sondern auch, weil es eben dieser Kongress ist, der jeweils das Haushaltsbudget verabschiedet und somit auch das Defizit und die dazu erforderliche Schuldenaufnahme definiert. Mit der Anhebung der Schuldengrenze ermöglicht der Kongress also nur, was er selber beschlossen hat.

Doch dieses Jahr wird es womöglich keine Routineangelegenheit. Zu zerstritten sind die regierenden Demokraten und die Republikaner, die bei den Midterm-Wahlen letztes Jahr die Mehrheit im Repräsentantenhaus zurückerobert haben. Ausserdem – und das wiegt mindestens so schwer – gibt es innerhalb der republikanischen Partei Gruppierungen, die ihre Zustimmung als Druckmittel für weitreichende Zugeständnisse bis zum Äussersten einsetzen werden.

Was sich da in den USA anbahnt, könnte sich auch auf die Märkte auswirken. In der ersten Phase, in welcher die USA keine neuen Schulden aufnehmen können, wird die anhaltende Investorennachfrage nach US-Staatspapieren deren Kurse sogar nach oben und damit die Zinsen nach unten drücken. So weit, so harmlos. Kommt der amerikanische Staat in einer zweiten Phase jedoch tatsächlich seinen Zahlungsverpflichtungen nicht mehr nach, so würde dies zu massiven Verwerfungen an den Märkten führen. Nicht nur in den USA, wo der grösste, liquideste und sicherste Markt für Anleihen in Schieflage und der US-Dollar massiv unter Druck gerieten. Es wäre ein globales systemisches Risiko, das auch andere Regionen und Anlageklassen in Mitleidenschaft ziehen würde.

Dass die USA über längere Zeit ihren Zahlungsverpflichtungen nicht nachkommen, scheint trotz allem unwahrscheinlich. Dass sich der Kongress bis kurz vor Ablauf der Frist (oder sogar etwas darüber hinaus) nicht einigen kann, ist hingegen nicht unrealistisch. Und allein das kann den Märkten zusetzen. Das zeigte sich etwa 2011, als eine ähnliche Konstellation – ein republikanischer Kongress blockiert die demokratische Regierung – die Märkte auf Talfahrt schickte und die Ratingagenturen die Schuldnerqualität der USA herabstufte. Das könnte sich 2023 wiederholen. Anleger sollten auf den «Tanz an der (Verschuldungs-)Decke» ein Auge haben.

Thomas Heller  
CIO, Belvédère Asset Management

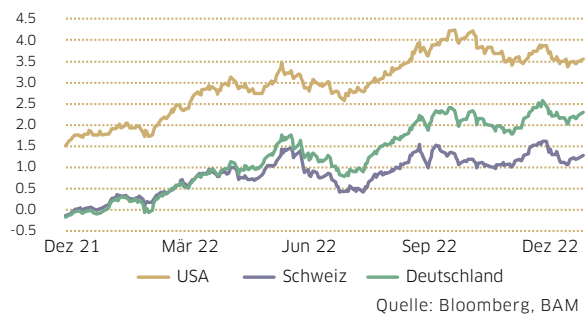
## ZINSEN

Vor Monatsfrist hatten wir an dieser Stelle festgehalten: «Am langen Ende der Zinskurve dürfte es in diesem Jahr zu deutlich geringeren Bewegungen kommen als 2022. Wir rechnen nicht damit, dass die Höchststände vom letzten Jahr substantiell und nachhaltig überschritten werden.» Natürlich ist es zu früh, um eine echte Überprüfung dieser Aussage vorzunehmen. Dennoch, was die Höchststände betrifft, so hat sich dies bislang bestätigt. Die langfristigen Zinsen haben zum Jahresauftakt nachgegeben. Von geringeren Bewegungen kann allerdings nicht die Rede sein. Der Rückgang war ausgesprochen und unerwartet gross. Gleichzeitig haben sich auch die Kreditrisikoaufschläge deutlich zurückgebildet. Insgesamt scheinen nachlassende Konjunktur- und Inflationssorgen damit eingepreist. Es ist eher mit einer Gegenbewegung bei den Zinsen zu rechnen, die in den letzten Tagen bereits eingesetzt hat.

Die Notenbanken werden ihren Straffungszyklus weiterverfolgen. Einen ersten Schritt haben die EZB und die amerikanische Fed diese Woche wohl

bereits vollzogen (nach Redaktionsschluss) und werden bis Mitte Jahr ein bis zwei weitere Anhebungen folgen lassen. Die SNB dürfte im März nachziehen. Für die USA gehen die Märkte noch immer davon aus, dass es bereits in der zweiten Jahreshälfte zu Leitzinssenkungen kommt. Ohne eine deutlichere Wachstumsschwäche – d.h. eine Rezession – oder sonstige Störfaktoren, wie Turbulenzen rund um die Schuldenobergrenze (vgl. Leitartikel), erachten wir das allerdings weiterhin als unwahrscheinlich.

### Zinsen im Rückwärtsgang (Renditen 10-jährige Staatsanleihen, in %)



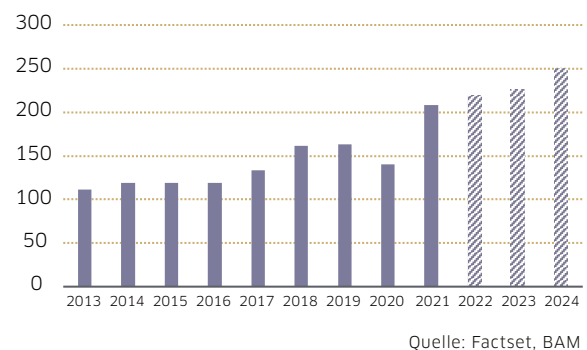
## AKTIEN

Entgegen den Erwartungen starteten die Aktienmärkte fulminant ins Jahr 2023. Europas Börsen profitierten von abnehmenden Rezessionsängsten, tieferen Energiepreisen und einer Stimmungsaufhellung in der Industrie, ersichtlich beispielsweise am deutschen ifo Geschäftsklimaindex. Die US-Märkte hinkten der Entwicklung in Europa zuerst hinterher, holten aber in der zweiten Januarhälfte auf. Der erneute Inflationsrückgang von 7.1% auf 6.5% im Dezember nährte die Spekulation auf eine weniger restriktive Geldpolitik der US-Notenbank, wovon allen voran risikoreichere Aktien profitierten. Bestes Beispiel dazu ist Tesla mit einem Plus von über 40% seit Jahresbeginn. In Asien sorgte die überraschende Wiedereröffnung der Wirtschaft in China für Auftrieb an den Börsen.

Nach der guten Performance stellt sich die Frage, ob das positive Momentum an den Aktienmärkten Bestand haben kann. Betrachtet man den bisherigen Verlauf der Berichtssaison in den USA, kommen Zweifel auf. So liegt die Zahl der Unternehmen, die einen höher als erwarteten Gewinn ausgewiesen

haben, unter dem langjährigen Schnitt, und das Ausmass der positiven Überraschungen ist mit nur 1.5% tief. Der Markt baut damit vor allem auf die Geldpolitik, d.h. eine Zinssenkung in der zweiten Jahreshälfte, was wir als unrealistisch erachten. Etwas besser schätzen wir die Aussichten in der Eurozone ein. Im Vergleich zum Vorjahr tiefere Energiepreise, eine Entspannung bei den Lieferengpässen und die immer noch relativ tiefen Bewertungen könnten zusammen mit einer besseren Konjunktur für eine weitere Kurserholung sorgen.

### Gewinnentwicklung S&P 500



## KONJUNKTUR

Bei der wirtschaftlichen Entwicklung scheint sich derzeit die Schere zwischen den USA und Europa etwas zu schliessen. Während sich die Wirtschaftsdaten in den USA von höheren Niveaus aus verschlechtern, verbessern sie sich in Europa. Ein Beispiel sind die Einkaufsmanager-Indizes: In den USA befinden sie sich in einem Abschwung, in Europa drehen sie bereits wieder nach oben. Die Chancen stehen in unseren Augen gut, dass Europa höchstens eine milde Rezession durchläuft und danach ein Aufschwung einsetzt. Ein wichtiger Grund dafür ist die Energieversorgung. Sparanstrengungen, alternative Gasquellen und das milde Wetter sorgten dafür, dass der Speicherstand der Gaslager fast 20 Prozentpunkte über dem Mittelwert von 2015 bis 2020 liegt.

In China hat sich die Wirtschaft im 4. Quartal mit einem Wachstum von 2.9% gegenüber dem Vorjahr besser entwickelt als erwartet (1.6%). Ausschlaggebend dafür waren der Privatkonsum und solide Infrastrukturinvestitionen. China leidet momentan unter einer Covid-Welle, deren Höhepunkt aber wohl bereits überschritten ist. Wir rechnen im Frühling mit einem Nachholbedarf beim Konsum und einer Bodenbildung beim stark gebeutelten Immobilienmarkt. Nach dem enttäuschenden 2022 dürfte der Staat alle Hebel in Bewegung setzen, dass die Wirtschaft wieder in die Gänge kommt.

Anlageklassen	Einschätzung	Kommentar
<b>Anleihen</b>		
Staatsanleihen		Nach dem Zinsrückgang zum Jahresauftakt ist mit einer Gegenbewegung zu rechnen.
Unternehmensanleihen		Die Notenbanken setzen den Zinserhöhungszyklus bis Mitte Jahr fort.
<b>Aktien</b>		
Schweiz		Nach den starken Avancen wird die Luft nach oben dünner. Vor allem die US-Börsen bauen zu stark auf eine Zinssenkung in der zweiten Jahreshälfte.
Eurozone		
Grossbritannien		
USA		
Schwellenländer		
<b>Immobilien</b>		
Schweiz		Von den Tiefstwerten vom September erholt, aber immer noch vergleichsweise günstig. Die Ausschüttungsrendite im Vergleich zu Bundesobligationen ist nach wie vor interessant.
<b>Rohstoffe</b>		
Öl		Nach deutlichem Anstieg seit November ist die Luft für den Goldpreis dünn. Ein erfolgreiches Reopening in China könnte dem Ölpreis im Jahresverlauf Auftrieb verleihen.
Gold		

unattraktiv attraktiv aktuelle Einschätzung der Anlageklasse

Impressum

© BAM 2023. Alle Rechte vorbehalten. | Herausgeber: Belvédère Asset Management AG | Autoren: Thomas Heller, Matthias Wullschleger | Redaktionsschluss: 31.1.2023

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.