



BELVÉDÈRE
Asset Management

März 2023

DIE GEISTER, DIE SIE RIEFEN

MARKT- PERSPEKTIVEN

DIE GEISTER, DIE SIE RIEFEN

Das wichtigste und oft einzige Ziel einer Notenbank ist es, für Preisstabilität zu sorgen. Die Europäische Zentralbank (EZB) hat bei ihrer Amtsaufnahme 1998 Preisstabilität als eine Preissteigerungsrate von unter, aber nahe 2% definiert. Auch die US-Notenbank Fed richtet sich nach einer Teuerungsrate von 2% – früher als Orientierungsgrösse, seit 2012 als offizielles Inflationsziel. Und es war über viele Jahre im Grunde eine Erfolgsgeschichte. Die relevante Kerninflation – welche die volatilen Nahrungsmittel- und Energiepreise ausschliesst – lag in den USA zwischen 2012 und 2020 stets zwischen 1.2% und 2.4%, im Durchschnitt bei 1.9%. Eine Punktlandung! Ein ähnliches Bild ergibt sich auf etwas tieferem Niveau für die Eurozone. 0.2% bis 1.7% betrug die Spannbreite, im Durchschnitt 1%. Das liegt zwar unter den angestrebten knapp 2%, aber wer würde sich angesichts einer solch stabilen Teuerungsentwicklung beklagen wollen, dass die EZB ihr Inflationsziel mehrheitlich verfehlt hat?



Die Antwort: Die EZB selber. Der frühere EZB-Chef Mario Draghi malte im Nachgang zur Finanz- und zur Eurokrise immer wieder das Gespenst einer Deflation an die Wand. Mit Deflation, also einem allgemeinen, signifikanten und anhaltenden Rückgang des Preisniveaus, ist tatsächlich nicht zu spassen. Sie kann gravierende Folgen für eine Volkswirtschaft haben. Die Eurozone befand sich allerdings nicht annähernd in einer Deflation. Die EZB handelte jedoch danach. Mit Zinssenkungen, Wertpapierkäufen und weiteren Massnahmen, die unter dem Begriff «unkonventionelle Geldpolitik» bald zum Standardrepertoire vieler Notenbanken gehörten. Auch in den USA, wo sich die damalige Fed-Vorsitzende und heutige Finanzministerin, Janet Yellen, zur in ihren Augen zu tiefen Teuerung äusserte – als diese bei 1.7% notierte!

In dieser Haltung, keine Krise, keine Rezession zuzulassen und im Bemühen, die Inflation auf das 2%-Ziel anzuheben, liegt der Ursprung dafür, dass die einstige Erfolgsgeschichte ins Negative drehte. Jedes Hüfteln wurde von den Währungshütern mit noch mehr Liquidität beantwortet. Einige Male zwar durchaus zu Recht, etwa zu Beginn der Corona-Krise. Oft aber unnötig – wie etwa die Zinssenkungen in den USA 2019 – und meist sehr grosszügig.

Nun sind die Geister, die sie riefen, da. Seit Anfang 2021 ist die Inflation rasant gestiegen. Dabei kam auch etwas Pech dazu. Mit der Pandemie, die anfänglich preisdämpfend, in der Folge aber preissteigernd wirkte, und mit dem Ukraine-Konflikt, der die Inflation angeheizt und den Zyklus verlängert hat. Aber das Fundament dafür haben die Währungshüter mit ihrer Liquiditätsschwemme in den Jahren zuvor gelegt. Mühsam versuchen sie nun, den Geist wieder in die Flasche zu bekommen. Allerdings noch nicht mit durchschlagendem Erfolg. Die Gesamtteuerung bildet sich zwar bereits seit einigen Monaten zurück, doch wird es wohl bis weit ins nächste Jahr hinein dauern, ehe das 2%-Ziel erreicht ist. Schneller ginge es nur, wenn die Notenbanken bereit wären, ihre Politik nochmals deutlich zu verschärfen und dafür auch eine Rezession in Kauf zu nehmen. Danach sieht es derzeit allerdings (noch) nicht aus.

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

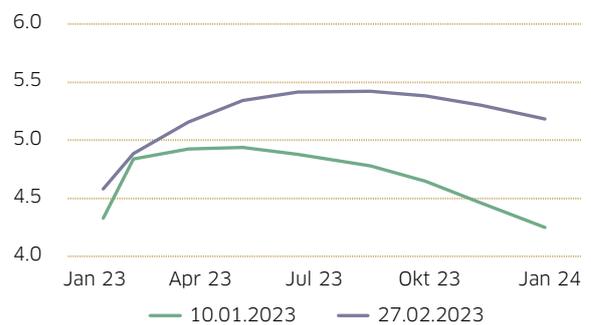
Thomas Heller
CIO, Belvédère Asset Management

ZINSEN

Die EZB und die amerikanische Fed haben Anfang Februar erwartungsgemäss die Leitzinsen erhöht. Mehr als die Zinsschritte als solche interessierte der Ausblick der Währungshüter sowie wie die Entscheidung zustande kamen. Entsprechend mit Spannung sah man dem Protokoll der letzten Fed-Sitzung entgegen, welches letzte Woche veröffentlicht wurde. Es enthielt letztlich wenig Überraschendes. Die Erhöhung der Leitzinsen am 1. Februar um 0.25 Prozentpunkte war demnach mit grosser Mehrheit beschlossen worden. Eine Minderheit hatte allerdings angesichts der immer noch hohen Inflation für eine Anhebung um 0.5 Prozentpunkte votiert. Was den künftigen Leitzinspfad in den USA betrifft, sind drei weitere Zinsschritte zu je 0.25 Prozentpunkten bis im Sommer und bereits eine erste Senkung Anfang 2024 eingepreist. Noch vor wenigen Wochen war der Markt von weniger Erhöhungsschritten und deutlicheren Senkungen ausgegangen (vgl. Abbildung).

Am langen Ende der Zinskurve kam es nach dem markanten Rückgang im Januar zu einer nicht ganz überraschenden Gegenbewegung. Aufgrund wieder etwas stärker aufkeimender Inflationssorgen haben die Kapitalmarktrenditen über die gesamte Zinskurve deutlich angezogen. Vorerst rechnen wir mit einer Konsolidierung auf den aktuellen Niveaus. Bewegung ins Zinsgefüge dürften die nächsten Inflationszahlen und die ab Mitte März anstehenden Zinsentscheide der Notenbanken bringen.

Leitzinserwartungen USA (in %)



Quelle: Bloomberg, BAM

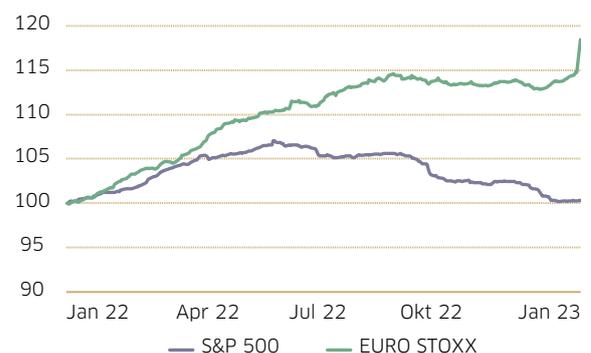
AKTIEN

Nach der starken Performance zum Jahresstart schlugen die Börsen im Februar eine gemächlichere Gangart ein. Insgesamt entwickelten sich die Märkte in der Eurozone besser als in den USA. Der Monat war geprägt von der Berichtssaison der Unternehmen. Die defensiven Schwergewichte im SMI konnten mit ihren Zahlen nicht vollumfänglich überzeugen. In den USA resultierte für das vierte Quartal 2022 mit -4.8% der erste Gewinnrückgang seit dem dritten Quartal 2020. In der Eurozone zeichnet sich mit einem Gewinnwachstum von 6.5% ein erfreulicheres Gesamtbild ab, wobei erst etwa die Hälfte der Firmen rapportiert hat. Die guten Zahlen der EU-Firmen führten zu Aufwärtsrevisionen bei den Gewinnerwartungen für die nächsten 12 Monate, in den USA wurden sie hingegen weiter nach unten revidiert (vgl. Abbildung).

eingepreist - so etwa eine weiche Landung der Wirtschaft oder eine weniger restriktive Geldpolitik. Zusammen mit den fallenden Gewinnerschätzungen ist das Risiko eines Rücksetzers nicht von der Hand zu weisen. Für die Eurozone sind wir zuversichtlicher: Die bevorstehende wirtschaftliche Erholung und die tiefere Bewertung dürften kursstützend wirken.

Nach der überraschend guten Performance seit Jahresbeginn fehlen Auslöser für eine Fortsetzung der Rally. Insbesondere in den USA ist aus unserer Sicht in den aktuellen Kursen bereits viel Positives

Divergierende Gewinnerwartungen USA und Eurozone (indexiert, 01.01.2022 = 100)



Quelle: Bloomberg, BAM

KONJUNKTUR

Im Februar haben sich die wirtschaftlichen Aussichten für die Eurozone weiter aufgehellt. Getrieben vom Tourismus und den Finanzdienstleistungen erwarten die Einkaufsmanager des Dienstleistungssektors ein anziehendes Wachstum und in der Industrie steigen Produktion und Auftragseingänge. Die Teuerung belief sich im Januar auf 8.6%, deutlich unter dem Höchststand von 10.6% im letzten Oktober. Sinkende Gaspreise sprechen für eine Fortsetzung dieses Trends. Vor diesem Hintergrund ist es wenig überraschend, dass auch die Konsumenten wieder optimistischer in die Zukunft blicken.

In den USA hinterlassen die höheren Zinsen Brems Spuren am Immobilienmarkt. So fielen die Verkäufe

von bestehenden Eigenheimen auf den tiefsten Stand seit Oktober 2012. Weiter werden die Banken bei der Kreditvergabe restriktiver, was sich negativ auf die künftigen Unternehmensinvestitionen auswirken könnte. Ein Fels in der Brandung bleibt der Privatkonsum, der im Januar mit einem robusten Anstieg von 1.8% positiv überraschte. Treiber sind neben der tiefen Arbeitslosigkeit die immer noch vorhandenen Ersparnisse aus der Pandemie. Die starke Konsumneigung könnte allerdings dazu führen, dass die Inflation weniger rasch fällt als erhofft. In diese Richtung deutet auch die Kernteuerung bei den persönlichen Konsumausgaben, die im Januar deutlich stärker als erwartet gestiegen ist.

Anlageklassen	Einschätzung	Kommentar
Anleihen		
Staatsanleihen		Nach dem jüngsten Anstieg der Kapitalmarktrenditen ist mit einer Konsolidierung auf den aktuellen Niveaus zu rechnen. Die Notenbanken werden die Leitzinsen bis Mitte Jahr weiter erhöhen.
Unternehmensanleihen		
Aktien		
Schweiz		In den aktuellen Kursen ist bereits viel Positives eingepreist, was die Börsen anfällig für einen Rücksetzer macht. In der Eurozone entwickeln sich die Gewinnerwartungen besser als in den USA.
Eurozone		
Grossbritannien		
USA		
Schwelmländer		
Immobilien		
Schweiz		Die Bewertungen von Immobilienanlagen sind im historischen Vergleich immer noch interessant. Zinsbefürchtungen hemmen allerdings den Kursanstieg.
Rohstoffe		
Öl		Stärkerer Dollar und höhere Zinsen belasten den Goldkurs. Es spricht wenig für eine signifikante Erholung. Der Ölpreis könnte steigen, wenn Russland seine Förderung wie angedroht kürzt.
Gold		

unattraktiv attraktiv aktuelle Einschätzung der Anlageklasse

Impressum

© BAM 2023. Alle Rechte vorbehalten. | Herausgeber: Belvédère Asset Management AG | Autoren: Thomas Heller, Matthias Wullschleger | Redaktionsschluss: 28.2.2023

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.