



BELVÉDÈRE
Asset Management

April 2023

BESSER ALS ERWARTET, SCHLIMMER ALS BEFÜRCHTET

MARKT- PERSPEKTIVEN

BESSER ALS ERWARTET, SCHLIMMER ALS BEFÜRCHTET

Die nackten Zahlen sprechen eigentlich eine deutliche Sprache: Es war ein gutes erstes Quartal, besser als man erwarten konnte. Von der befürchteten Rezession ist bislang – trotz aller Risiken – nichts zu sehen. Zu milde war der Winter, zu stark der Arbeitsmarkt und in der Folge der Konsum. Aber auch für Anleger war es ein guter Jahresauftakt. Praktisch alle Anlageklassen lagen im Plus, teilweise deutlich. Amerikanische und deutsche Staatsanleihen legten um 3% bzw. 2.5% zu, Schweizer Eidgenossen gar um mehr als 4%. Noch besser sieht es auf der Aktienseite aus. Von der Schweiz (SPI +5.9%) über die Eurozone (Euro Stoxx +12.0%) und die USA (S&P 500 +7.5%) bis hin zu Japan (Topix +7.1%) und Asien (MSCI Asia ex Japan +4.3%) legten alle wichtigen Märkte zu.



Eine gewisse Erholung war nach dem miserablen Anlagejahr 2022 zwar zu erwarten gewesen, das Ausmass hat allerdings überrascht. Die Aktienrally und der Rückgang der langfristigen Zinsen im Januar waren massgeblich geprägt von der Erwartung, die Notenbanken – allen voran die amerikanische Fed – würden ihren Zinserhöhungszyklus früher beenden und im Jahresverlauf die Leitzinsen womöglich bereits wieder senken. Als sich diese Hoffnungen zusehends zerschlugen, wich die Dynamik aus den Märkten. Es folgte ein turbulenter März. Es begann mit der Schieflage der vergleichsweise unbekannteren amerikanischen Silicon Valley Bank (SVB) und endete mit der «Zwangsübernahme» der Credit Suisse (CS) durch die UBS. Sowohl um die SVB wie auch um die CS stand es schlechter als befürchtet und führte zu deren Untergang (vgl. Aktienbeitrag). Ohne das Eingreifen der Notenbanken und weiterer amtlicher Stellen hätte sich das Ganze zu einer echten Bankenkrise ausweiten können. Die Geschichte rund um die CS wird zwar ein politisches und juristisches Nachspiel haben. Für die Märkte ist sie hingegen wohl ausgestanden. Im US-Bankensektor ist zuletzt etwas Ruhe eingetreten, ganz vom Tisch sind die Risiken allerdings nicht. Das Quartalsende verdeutlichte dennoch einmal mehr, wie schnell die Anleger vergessen. Die Turbulenzen im Finanzsektor haben erneut die Erwartung geweckt, die Fed würde bereits im Juli mit Zinssenkungen beginnen. Diese Zinsphantasie hat wiederum die Aktienmärkte beflügelt und für einen versöhnlichen Quartalsabschluss gesorgt.

Wie geht es nun weiter? Trotz der insgesamt positiven Marktentwicklung im ersten Quartal herrscht keine Euphorie. Die Stimmung wirkt angeschlagen. Gibt es keine weiteren «Unfälle» à la SVB oder CS, halten wir an unserer bisherigen Einschätzung fest: Die Wachstumsabschwächung setzt sich fort, es kommt aber zu keiner Rezession – zumindest nicht in diesem Jahr. Die Inflation geht (langsam) zurück. Die Notenbanken werden die Leitzinsen bis zum Sommer ein letztes Mal erhöhen, zu Zinssenkungen – wie derzeit vom Markt erwartet – wird es hingegen nicht kommen. Für grosse Sprünge an den Aktienmärkten fehlen damit die Auslöser. Trotz aller Unruhen in den letzten Wochen gilt unser Anfang Jahr skizziertes Szenario für Konjunktur und Märkte somit weiterhin. Die Risiken sind allerdings gestiegen.

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

Thomas Heller
CIO, Belvédère Asset Management

ZINSEN

Die US-Notenbank (Fed) erhöhte die Zinsen in den letzten drei Monaten zwei Mal um 0.25 Prozentpunkte. Sie reagierte damit auf die immer noch zu hohe Kerninflation von 5.5% im Februar. Die EZB nahm ebenfalls zwei Zinserhöhungen vor, allerdings um jeweils 0.50 Prozentpunkte. In der Schweiz fiel die Inflation mit 3.4% im Februar höher aus als erwartet. Da auch hierzulande mit keiner raschen Entspannung zu rechnen ist, erhöhte die SNB die Zinsen um weitere 0.50 Prozentpunkte.

Die restriktivere Geldpolitik hatte auch einen deutlichen Zinsanstieg am langen Ende zur Folge, der erst Anfang März mit der Bankenkrise endete. So fielen beispielsweise die Renditen für zehnjährige US-Staatsanleihen innert kurzer Zeit von über 4% auf 3.4% und die Erwartungen für die US-Leitzinsen wurden auf den Kopf gestellt. Ging der Markt vor Monatsfrist noch von bis zu drei Zinserhöhungen bis Ende 2023 aus, erwartet er nun maximal einen weiteren Zinsschritt im Mai und bis Ende Jahr bereits wieder mindestens zwei Senkungen. Die Aufgabe der Fed ist enorm schwierig, muss sie

doch weiterhin die Inflation bekämpfen, sollte aber gleichzeitig die Banken nicht noch mehr in Bedrängnis bringen. Diese müssten nämlich die Zinsen auf Spareinlagen anheben, um weitere Abflüsse in höher verzinsten Geldmarktanlagen zu verhindern. Insgesamt bleiben wir bei unserer Einschätzung, dass sich der Zinserhöhungszyklus dem Ende zuneigt, Hoffnungen auf baldige Senkungen indes enttäuscht werden. Am langen Ende dürften sich die Zinsen nach dem deutlichen Rückgang wieder etwas erholen.

Zinsanstieg endete im März (Renditen 10-jährige Staatsanleihen, in %)



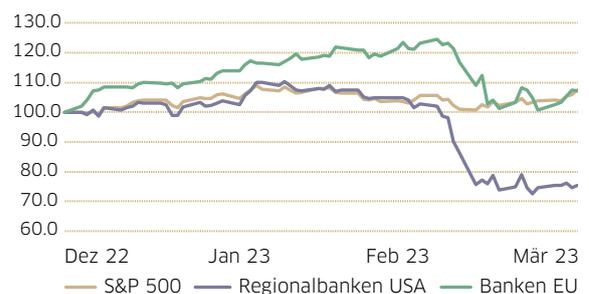
Quelle: Bloomberg, BAM

AKTIEN

Die Aktienmärkte starteten fulminant ins neue Jahr und der Januar wurde seinem Ruf als guter Börsenmonat gerecht. Die Dynamik liess jedoch schon bald nach, u.a. weil sich die Hoffnungen auf einen raschen Inflationsrückgang und spätere Leitzinssenkungen in den USA verflüchtigten. Die Stimmung kippte vollumfänglich ins Negative, nachdem die Aufsichtsbehörde am 10. März die auf Venture-Capital spezialisierte Silicon Valley Bank (SVB) schliessen musste. Was war passiert? Die SVB bekam während der Pandemie sehr viele Kundengelder, die das Management in vermeintlich sichere langlaufende US-Staatsanleihen investierte. Mit dem Zinsanstieg im letzten Jahr brach deren Wert jedoch ein, sodass die SVB die stark steigende Nachfrage nach Auszahlungen der Kunden zum Schluss nicht mehr bedienen konnte. Die Krise weitete sich aus und Kunden zogen Gelder von weiteren Regionalbanken ab. Schliesslich wurden auch europäische Banken in Mitleidenschaft gezogen, allen voran die CS, das schwächste Glied in der Kette. Der Geldabfluss beschleunigte sich dort so stark, dass der Regulator aus Angst vor

einer zweiten Finanzkrise eine Zwangsübernahme durch die UBS anordnete. Trotz der Turbulenzen im März - die sich zum Monatsende hin etwas legten - beendeten die meisten Börsen das Quartal im grünen Bereich, insbesondere der Euro Stoxx mit +12.0%. Der Schweizer SPI legte um 5.9% zu, der amerikanische S&P 500 um 7.5%. Für die künftige Entwicklung der Börsen bleiben wir zurückhaltend und rechnen mit einer anhaltenden Seitwärtsentwicklung.

US-Regionalbanken unter Druck (indexiert, 31.12.2022 = 100)



Quelle: Bloomberg, BAM

KONJUNKTUR

Die von vielen Marktbeobachtern erwartete wirtschaftliche Abschwächung oder gar Rezession in den USA und in der Eurozone ist bislang ausgeblieben. Die Eurozone hielt sich besser als erwartet, weil die befürchtete Energiekrise nicht eingetreten ist. Gründe dafür waren der milde Winter, die Versorgung mit Flüssiggas aus den USA und Sparmassnahmen. In den USA entwickelte sich insbesondere der Privatkonsum besser als gedacht. Zurückzuführen ist dies auf den nach wie vor robusten Arbeitsmarkt sowie verfügbare Ersparnisse aus der Pandemie. Wachstumsbeiträge kamen zudem von den Investitionen und den Exporten. Einzig der private Häuserbau ist wegen der stark

gestiegenen Zinsen am Schrumpfen. Nachdem die chinesische Wirtschaft im letzten Jahr enttäuscht hatte, hat sich das Bild dank der Aufhebung der Corona-Restriktionen geändert. Die Einkaufsmanger-Indizes liegen wieder über der Wachstumsschwelle von 50 Punkten. Am stark gebeutelten Immobilienmarkt sind die Käufer zurück, das Schlimmste dürfte überstanden sein. Wie geht es weiter? Während wir für die Eurozone und China zuversichtlich sind, haben die konjunkturellen Risiken in den USA aufgrund der Bankenkrise zweifelsohne zugenommen. Die Gefahr einer Rezession gegen Ende Jahr bzw. ins Jahr 2024 hinein ist gestiegen.

Anlageklassen	Einschätzung	Kommentar
Anleihen		
Staatsanleihen		Der Zinserhöhungszyklus neigt sich zwar dem Ende zu, Hoffnungen auf baldige Senkungen könnten indes enttäuscht werden. Leichter Anstieg am langen Ende nach dem deutlichen Zinsrückgang möglich.
Unternehmensanleihen		
Aktien		
Schweiz		Negative Faktoren wie sinkende Gewinnerwartungen, immer noch relativ hohe Bewertungen und neu ungelöste Bankenprobleme stimmen uns nach wie vor vorsichtig für die Börsen.
Eurozone		
Grossbritannien		
USA		
Schwellenländer		
Immobilien		
Schweiz		Immobilienanlagen sind im aktuellen Umfeld ein wichtiger Portfoliodiversifikator. Die Bewertungen bewegen sich weiterhin im vernünftigen Rahmen.
Rohstoffe		
Öl		Gold wird wahrscheinlich nicht nachhaltig von der Bankenkrise profitieren können. Öl ist tief und reif für eine Gegenbewegung, wenn Russland die Produktion kürzt und Chinas Wirtschaft an Schwung gewinnt.
Gold		

unattraktiv attraktiv aktuelle Einschätzung der Anlageklasse

Impressum

© BAM 2023. Alle Rechte vorbehalten. | Herausgeber: Belvédère Asset Management AG | Autoren: Thomas Heller, Matthias Wullschleger | Redaktionsschluss: 31.3.2023

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.