



BELVÉDÈRE
Asset Management

Mai 2023

DILEMMA

MARKT- PERSPEKTIVEN

DILEMMA

Die Corona-Pandemie hat zu Mindereinnahmen und Mehrausgaben in den Staatskassen geführt. In vielen Ländern – so auch in der Schweiz – wurden Covid-19-Zahlungen ausgelöst, mit denen Unternehmen und Haushalte direkt unterstützt wurden. Es wurden grossangelegte Ausgabenprogramme initiiert, mit klangvollen Namen wie «American Rescue Plan», «Build Back Better Plan» oder «Next Generation EU». Das hat tiefe Spuren in den Staatshaushalten hinterlassen.

Auf 6.7% des Bruttoinlandsprodukts (BIP) war 2020 das Defizit der 27 EU-Staaten gestiegen, so hoch wie nie, seit aggregierte Zahlen verfügbar sind (1997). In den USA lag das Defizit 2020 sogar bei 15%, auch das ein Höchstwert. Das hatte auch Folgen für die Staatsverschuldung, die überall deutlich angestiegen ist. 2021 und 2022 hat sich die Situation auf immer noch hohem Niveau etwas verbessert. Das hat allerdings nichts mit Sparanstrengungen zu tun – die Staatsausgaben sind weiter gestiegen. Vielmehr hat die hohe Inflation das nominelle BIP aufgebläht und damit die relative Last von Defizit und Verschuldung reduziert. Dennoch wendete beispielsweise Italien – diesbezüglich Europas Schlusslicht – im letzten Jahr bereits wieder 4.4% des BIP für Zinszahlungen auf. Und dieser Wert wird steigen – dazu gleich mehr. Es war richtig und wichtig, dass die Regierungen bei der Corona-Krise rasch unterstützend eingegriffen haben. Über das Ausmass kann man allerdings streiten, es war kaum zu wenig. Die Folgen werden noch viele Jahre sichtbar sein. Und sie stellen auch die Notenbanken vor eine Herausforderung.

Was bedeutet die höhere Verschuldung vor dem Hintergrund gestiegener Zinsen? Länder mit einem grossen Anteil bald fälliger Anleihen mit tiefen Coupons sind stärker betroffen. Sie müssen zu höheren Zinsen Geld aufnehmen. Dazu gehören etwa die USA und Italien. Beide Länder müssen in den nächsten zwei Jahren rund ein Drittel ihrer ausstehenden Anleihen refinanzieren. Zieht man als Referenz die aktuelle Rendite 10-jähriger Staatspapiere heran, so muss der italienische Staat rund doppelt so viel bezahlen wie bisher, der amerikanische das Anderthalbfache! Um einiges besser steht diesbezüglich Deutschland da. Nur 16% der ausstehenden Anleihen laufen bis 2025 aus und diese könnten derzeit mit einem geringfügigen Aufschlag refinanziert werden. Schon fast beneidenswert ist die Lage der Schweiz. Auf Basis des heutigen Zinsniveaus könnte die Eidgenossenschaft sogar zu tieferen Konditionen Geld aufnehmen, als dies bei den bis 2025 auslaufenden Anleihen der Fall war.

Und was heisst das für die Notenbanken? Es wirken zwei Kräfte auf die Zinsen. Einerseits verursacht die erhöhte Kapitalnachfrage einen Aufwärtsdruck auf die langfristigen Zinsen. Zudem müssten die Leitzinsen angesichts der hohen Inflation hoch bleiben oder sogar noch weiter angehoben werden. Andererseits kann man sich (viel) höhere Zinsen gar nicht leisten, was den Spielraum für die Notenbanken einschränkt. Sie sind zwar in erster Linie der Preisstabilität verpflichtet. Dennoch kann ihnen die (verschlechterte) Verschuldungssituation mit Blick auf die Stabilität des Finanzsystems nicht gleichgültig sein. Ein Dilemma für die Währungshüter.



Thomas Heller
CIO, Belvédère Asset Management

ZINSEN

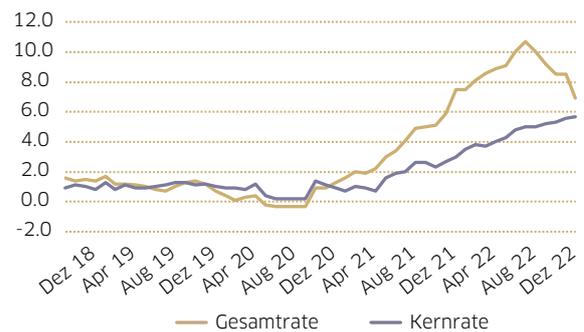
Im Berichtsmonat entwickelten sich die Zinsen in den USA und der Eurozone per Saldo seitwärts. In der Schweiz resultierte hingegen ein Zinsrückgang, was mit einer Flucht in sichere Häfen zusammenhängen könnte. Allerdings haben sich die Risikoaufschläge (credit spreads) nach einem kurzen Anstieg als Folge der Bankenkrise im März wieder zurückgebildet und zeigen keinen Stress im System an.

Die Inflation ist sowohl in den USA als auch in der Eurozone auf 5% bzw. 6.9% gesunken. Die Kernraten, welche die volatilen Energie- und Nahrungsmittelpreise ausschliessen, halten sich aber hartnäckiger als erwartet (vgl. Abb.). Gründe dafür sind vor allem höhere Löhne im Dienstleistungssektor, Preissteigerungen im Tourismus und die immer noch hohen Wohnkosten in den USA. Die Notenbanken werden deshalb wahrscheinlich die Leitzinsen länger hoch halten müssen und die Hoffnung auf Senkungen ab September, wie sie der Markt zurzeit

in den USA einpreist, dürften gemäss unserer Einschätzung enttäuscht werden.

Am langen Ende gehen wir weiter von einer volatilen Seitwärtsentwicklung aus ohne nachhaltigen Anstieg über die alten Höchststände von Ende 2022.

Inflation Eurozone: Kernrate steigt weiter (in % ggü. Vorjahr)



Quelle: Bloomberg, BAM

AKTIEN

Die Aktienmärkte konnten die Rückschläge vom März relativ schnell aufholen. Die Gründe dafür waren tiefere Zinsen am langen Ende, die Hoffnung auf eine weniger restriktive Geldpolitik in den USA und Bankenrettungen. Insgesamt entwickelte sich im April der SPI (+3.6%) besser als der Euro Stoxx und der S&P 500, welche beide rund 1.5% zulegten. In den USA zeigt die Berichtssaison zum ersten Quartal, dass die Gewinne der im S&P 500 vertretenen Unternehmen insgesamt schrumpfen. Positive Überraschungen gab es jedoch von den Internet-Aktien, den Verlierern des letzten Jahres. So konnten Alphabet und Meta bessere Zahlen als erwartet ausweisen. In der Eurozone erwiesen sich Luxusgüteraktien als Treiber, allen voran LVMH, welche als erste europäische Gesellschaft einen Börsenwert von USD 500 Mrd. erreichte (vgl. Abb.). In der Schweiz wurden die beiden Pharmawerte Roche und Novartis wiederentdeckt. Vor allem bei Novartis zahlt sich die Fokussierung auf attraktive Bereiche aus und die Firma konnte fürs erste Quartal einen deutlich über den Erwartungen liegenden Umsatz ausweisen.

Für die weitere Börsenentwicklung halten sich positive und negative Faktoren etwa die Waage. Die Unternehmen dürften sicherlich von getätigten Kostensenkungen profitieren und die Stimmung der Investoren ist nicht euphorisch, was sich in tiefen Aktienquoten widerspiegelt. Auf der anderen Seite sind die Bewertungen recht hoch, die Rezessionsgefahr hat zugenommen und die Hoffnungen der Anleger auf baldige Zinssenkungen in den USA könnten enttäuscht werden.

Überflieger LVMH (indiziert, 28.4.2022 = 100)



Quelle: Bloomberg, BAM

KONJUNKTUR

Die Wirtschaftsentwicklung im ersten Quartal reichte von einer Stagnation in der Eurozone über ein leichtes Wachstum in den USA bis hin zu einer Wachstumsbeschleunigung in China. Die vielerorts befürchtete Rezession ist bislang ausgeblieben. Über die künftige Entwicklung gehen die Meinungen auseinander. Verfolgt man die Berichterstattung der Unternehmen äussern sich diese zwar nicht euphorisch, aber doch vorsichtig optimistisch. Viele profitieren von Auftragsvorräten, Preiserhöhungen oder Infrastrukturprogrammen. Bei Dienstleistungen (z.B. Tourismus) gibt es weiterhin Nachholbedarf. Demgegenüber stehen die makro-

ökonomischen Vorlaufindikatoren. Dazu gehört die inverse Zinskurve, die in der Vergangenheit Rezessionen zuverlässig anzeigte. Weiter schrumpft die Geldmenge M1 in der Eurozone und die Finanzierungskosten steigen. In den USA kommt die Bankenkrise hinzu. Das Segment der mittleren und kleinen Institute leidet unter einem Abfluss von Spargeldern, was unweigerlich die Kreditfähigkeit dieser Banken einschränkt. All diese Faktoren mahnen zur Vorsicht und sie dürften die Wirtschaft im Jahresverlauf belasten. Dies muss nicht zwingend in einer Rezession enden, aber die Risiken für ebendiese haben doch merklich zugenommen.

| Anlageklassen | Einschätzung | Kommentar |
|----------------------|--------------|--|
| Anleihen | | |
| Staatsanleihen | | Die Notenbanken werden die Leitzinsen weiter erhöhen. Zinssenkungen in diesem Jahr halten wir für unwahrscheinlich. Die Langfristzinsen dürften um das aktuelle Niveau herum pendeln. |
| Unternehmensanleihen | | |
| Aktien | | |
| Schweiz | | Nach der erstaunlich guten Börsenentwicklung seit Jahresbeginn wird die Luft nach oben dünner. Die Bewertungen sind recht hoch und der Markt preist aktuell zu viel Zinsphantasie ein. |
| Eurozone | | |
| Grossbritannien | | |
| USA | | |
| Schwellenländer | | |
| Immobilien | | |
| Schweiz | | Die Bewertungen von Immobilienanlagen sind im historischen Vergleich immer noch interessant. |
| Rohstoffe | | |
| Öl | | Gold profitierte von der erhöhten Unsicherheit und dürfte nun konsolidieren. Nach der Förderreduktion der OPEC+ läuft der Markt in ein Angebotsdefizit. Höhere Preise sind wahrscheinlich. |
| Gold | | |

unattraktiv attraktiv aktuelle Einschätzung der Anlageklasse

Impressum

© BAM 2023. Alle Rechte vorbehalten. | Herausgeber: Belvédère Asset Management AG | Autoren: Thomas Heller, Matthias Wullschleger | Redaktionsschluss: 30.4.2023

Rechtlicher Hinweis

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 Tätigung 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.