



BELVÉDÈRE
Asset Management

Juni 2023

VON BULLEN UND BÄREN

MARKT- PERSPEKTIVEN

VON BULLEN UND BÄREN

Als Bullen werden Anleger bezeichnet, die für die Börsen optimistisch sind, die auf den Aufschwung setzen. Sie sind «bullish». Bären sind hingegen pessimistisch, erwarten sinkende Märkte. Sie sind «bearish». Das Marktumfeld bietet aktuell beiden Lagern Argumente für ihre jeweilige Sichtweise. Das ist natürlich oft so, nur scheint dies derzeit ausgeprägt. Fangen wir – um den Beitrag dann mit einer positiven Note zu beenden – mit den kritischen Faktoren an.



Eine Gegenbewegung an den Aktienmärkten war nach dem schlechten 2022 zu erwarten gewesen. Das Ausmass überrascht hingegen, liegen doch viele Indizes zweistellig im Plus, seit dem Tiefpunkt vom letzten September deutlich mehr. Und das, obwohl sich das Gewinnwachstum abschwächt oder – wie in den USA – die Gewinne der Unternehmen zurückgehen und die laufende Konjunkturabschwächung für die Unternehmensergebnisse nicht förderlich ist. Die Hausse am amerikanischen Markt wird im Wesentlichen von fünf Titeln getragen: Microsoft, Apple, Meta, Alphabet und der Highflyer der letzten Woche, Nvidia, sind für den Grossteil der Avance des S&P 500 in diesem Jahr verantwortlich. Für Anleger, die in den Index investiert sind, ist das im Grunde egal, doch ist die fehlende Marktbreite in der Regel kein gutes Zeichen. Ausserdem ist die Situation im US-Bankensektor noch nicht ausgestanden, auch wenn es diesbezüglich zuletzt ruhig geworden ist. Diese kritischen Faktoren treffen auf einen absolut nicht günstigen und relativ zu Obligationen hoch bewerteten Aktienmarkt. Die Anleger scheinen dies jedoch vergleichsweise entspannt zu sehen, was sich etwa an der «Gier», gemessen am «CNN Fear & Greed Index», ablesen lässt oder an der tiefen Volatilität. Beides sind allerdings eher Kontraindikatoren, heisst: Ist die Stimmung zu gut oder sorglos, spricht das nicht für einen weiteren Anstieg.

Immerhin – und damit wechseln wir ins Bullenlager – scheint der Streit um die Schuldenobergrenze in den USA nun vom Tisch, womit ein potenziell belastender Faktor wegfällt. Gemäss Umfragen sind zudem viele Anleger in Aktien noch untergewichtet und halten hohe Cash-Bestände. «Trockenes Pulver», das in die Märkte fließen könnte. Positiv darf man sicherlich auch werten, dass die zuvor erwarteten Leitzinssenkungen in den USA jüngst mehrheitlich wieder ausgepreist wurden, ohne die Märkte zu belasten, wie dies die Bären befürchteten. Optimisten führen ins Feld, dass von den Zinsen keine weitere Belastung für die Märkte zu erwarten ist, weder vom kurzen noch vom langen Ende. Sollten die Realzinsen (Nominalzinsen abzüglich Inflation) ins Positive drehen, könnten sogar Zinssenkungsphantasien doch wieder ins Spiel kommen und die Märkte beflügeln. Zuversichtlich stimmt neben der jüngsten Stabilisierung der Gewinnerwartungen eine Auswertung der Carson Group: Nach einem Plus von über 8% in den ersten 100 Handelstagen (2023: +8.9%) ist der S&P 500 danach in 86% der Fälle bis Ende Jahr weiter gestiegen!

Letztlich ist es eine Frage der Gewichtung der positiven und negativen Faktoren, welche die Markteinschätzung und somit Positionierung in den Portfolios bestimmen. Noch halten wir an unserer neutralen Aktiengewichtung fest. Und Sie, sind Sie «bullish» oder «bearish»?

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

Thomas Heller
CIO, Belvédère Asset Management

KONJUNKTUR

Die US-Wirtschaft zeigt sich bis jetzt unbeeindruckt von den Turbulenzen bei den Regionalbanken. Grosse Unternehmen profitieren von Preiserhöhungen und können sich am Kapitalmarkt immer noch relativ günstig refinanzieren. Kleine Firmen, die für fast die Hälfte der Wirtschaftsleistung verantwortlich sind, beginnen jedoch die Auswirkungen zu spüren, beispielsweise in Form höherer Zinsen. Der Optimismus kleiner Firmen hat sich stark eingetrübt (vgl. Abb.) – kein gutes Zeichen für die weiteren Konjunkturaussichten.

In Europa profitiert die Wirtschaft nach wie vor von einem Nachholbedarf bei Dienstleistungen. Derweil verdüstert sich das Bild für die Industrie. Stellvertretend dafür sei der deutliche Rückgang des ifo-Konjunkturindex im Mai erwähnt.

Die chinesische Wirtschaft erlebte in den letzten Monaten eine Erholung infolge des Reopenings,

wobei das Momentum im April nachgelassen hat. Das robuste Kreditwachstum und die Tatsache, dass am Immobilienmarkt das Schlimmste überwunden ist, wirken stützend. Sollte die Wirtschaft entgegen den Erwartungen schwächer werden, könnte die Notenbank die Zinsen senken. Die kaum vorhandene Inflation gibt ihr den nötigen Spielraum.

USA: Kleine Unternehmen blicken pessimistischer in die Zukunft



Quelle: Bloomberg, BAM

AKTIEN

Die Börsen bewegten sich im vergangenen Monat im Spannungsfeld erfreulicher Unternehmenszahlen fürs erste Quartal und den nur harzig verlaufenden Verhandlungen zur Anhebung der Schuldengrenze in den USA. Insgesamt entwickelte sich der Aktienmarkt gemessen am MSCI World im Mai seitwärts. Eine Ausnahme war der Nasdaq, der seine Erholung fortsetzen konnte. Der technologie-lastige Index profitierte unter anderem von einem Ausblick des Chipentwicklers Nvidia (mehr als 40% im Mai), der sämtliche Erwartungen sprengte (vgl. Abb.). Nvidia gilt mit seinen Chips als Hauptprofiteur des sich abzeichnenden Booms bei der Künstlichen Intelligenz.

Die guten Unternehmensresultate haben zu einer Stabilisierung der Gewinnerwartungen der nächsten zwölf Monate geführt. Der seit etwa einem Jahr herrschende Trend fallender Gewinnschätzungen scheint damit gebrochen zu sein. Dieser Faktor dürfte die Börse in den nächsten Monaten stützen. Ebenfalls kursstützend ist die vorsichtige Positionierung vieler Investoren. Je länger die Aufwärtsbewegung an der Börse anhält, desto stärker

wird der Druck auf diese Investoren, ihre Aktienpositionen zu erhöhen. Auf der anderen Seite lauern die Risiken. Das grösste ist in unseren Augen die hartnäckige Inflation, welche die Notenbanken zwingen könnte, die Zinsen länger als erwartet hoch zu halten. Daneben sind die Bewertungen insbesondere in den USA nicht günstig und die Risikoprämien im Vergleich zu Anleihen oder Geldmarktanlagen unattraktiv. Solange die künftige Geldpolitik unsicher ist, sind die Chancen auf einen nachhaltigen Aufwärtstrend an den Börsen nicht sehr gross.

Nvidia erreicht ein neues Allzeithöchst (Kurs in USD)



Quelle: Bloomberg, BAM

ZINSEN

Die US-Notenbank erhöhte Anfang Mai wie erwartet die Leitzinsen um 25 Basispunkte (Bp) auf 5% bis 5.25%. Wir gehen davon aus, dass die Fed über den Sommer keine weiteren Zinserhöhungen mehr vornimmt und dann im September die Lage neu beurteilt. Der Markt hat bereits eine Kehrtwende vollzogen und erwartet statt wie bisher vier Senkungen nun noch eine letzte Erhöhung und dann lediglich zwei Zinssenkungen bis im Januar 2024. Der Marktkonsens entwickelt sich damit zusehends in die von uns erwartete Richtung. Nach drei Zins-

erhöhungen um 50 Bp verringerte die EZB die Geschwindigkeit im Mai auf 25 Bp. Gemäss Christine Lagarde ist die Geldpolitik aber immer noch zu wenig restriktiv, womit weitere Anhebungen wahrscheinlich sind. Für die SNB werden zwei Zinsschritte zu 25 Bp im Juni und September erwartet. Unserer Ansicht nach ist auch nur ein einziger und letzter Schritt im Juni um 50 Bp möglich.

Die langfristigen Zinsen dürften ihren bisherigen volatilen Seitwärtstrend fortsetzen.

Anlageklassen	Einschätzung	Kommentar
Anleihen		
Staatsanleihen		Der Markt hat in den USA insgesamt drei Leitzinssenkungen ausgepreist. Am langen Ende erwarten wir weiterhin eine volatile Seitwärtsentwicklung.
Unternehmensanleihen		
Aktien		
Schweiz		Nach dem starken Jahresbeginn dürften die Börsen in eine Konsolidierungsphase eintreten. Die Konjunkturaussichten sind immer noch unsicher und höhere Zinsen eine echte Alternative zu den hoch bewerteten Aktien.
Eurozone		
Grossbritannien		
USA		
Schwellenländer		
Immobilien		
Schweiz		Weitere Zinsanhebungen hemmen den Kursanstieg. Die Bewertungen sind im historischen Vergleich jedoch immer noch interessant.
Rohstoffe		
Öl		Der Ölpreis ist momentan zu tief und kurzfristig ist eine Erholung möglich. Beim Gold fehlen treibende Kräfte.
Gold		

unattraktiv  attraktiv   aktuelle Einschätzung der Anlageklasse

Impressum

© BAM 2023. Alle Rechte vorbehalten. | Herausgeber: Belvédère Asset Management AG | Autoren: Thomas Heller, Matthias Wullschleger | Redaktionsschluss: 30.5.2023

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 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.