



BELVÉDÈRE  
Asset Management

Juli 2023

---

HALBZEIT

# MARKT- PERSPEKTIVEN

# HALBZEIT

Es ist Halbzeit im Börsenjahr 2023, Zeit, eine Zwischenbilanz zu ziehen. Sie fällt praktisch durchwegs positiv aus. Nach einem deutlichen Rücksetzer im Zuge der Turbulenzen im US-Bankensektor im März nahmen die Aktienmärkte im zweiten Quartal den Aufwärtstrend vom Jahresbeginn wieder auf. Spitzenreiter unter den grösseren Märkten ist Japan mit einem Plus von mehr als 22% (in Yen) in den ersten sechs Monaten. Die USA (S&P 500 +16.9%) und die Eurozone (EuroStoxx +15.6%) legten ebenfalls deutlich zu. Der Schweizer Markt (SPI +8.2%) hinkte etwas hinterher, da er aufgrund seiner Zusammensetzung von der zyklischen Erholung Anfang Jahr und danach von der Technologiehaube weniger profitierte. Eine gewichtige Ausnahme im positiven Gesamtbild bildet der chinesische Aktienmarkt. Dieser hatte im Zuge der Wiedereröffnung der Wirtschaft bereits ab Ende 2022 deutlich zugelegt (Hang Seng Index +50%, Shanghai Shenzhen Index +40%), bekundete aber zusehends Mühe und bürstete ab Februar laufend an Terrain ein. Mit grossen Hoffnungen ins Jahr gestartet zeigte sich bald, dass die Bäume in China nicht in den Himmel wachsen.



Das Überraschende am bisherigen Börsenjahr ist nicht, dass sich die Aktienmärkte erholt haben – wenngleich das Ausmass so nicht erwartet werden konnte. Überraschend ist vielmehr, dass sie sich, abgesehen vom kurzen Taucher in der erwähnten Bankenkrise, als äusserst robust erwiesen. Insbesondere, dass die noch im April erwartete Lockerung der Geldpolitik in den USA – vermeintlich eine der Stützen der Börsenhausse – komplett ausgepreist wurde, ohne dass dies Spuren am Aktienmarkt hinterlassen hat, ist sehr bemerkenswert. Auch die Diskussionen um die Schuldenobergrenze in den USA, sonst ein «Garant» für erhöhte Volatilität, vermochten die Märkte nicht zu erschüttern. Die positive Entwicklung wird abgerundet von den Zinsmärkten. Die Notenbanken haben ihre Zinsanhebungen fortgesetzt. Dennoch sind die langfristigen Zinsen, insbesondere in der Schweiz, per Saldo gesunken (sinkende Zinsen = steigende Kurse). Oder vielleicht gerade deswegen, könnte das doch ein Zeichen sein, dass die Zinsmärkte eine weitere Wachstumsverlangsamung erwarten. Oder gar eine Rezession?

Womit wir beim Ausblick auf die zweite Jahreshälfte wären. Was kann von den Finanzmärkten bis Ende Jahr erwartet werden? Wie vor Monatsfrist an dieser Stelle aufgeführt, halten sich – daran hat sich nichts geändert – Chancen und Risiken die Waage. Eine Rezession ist bislang ausgeblieben, stellt aber eines der Risiken für die Märkte dar. Wohl nicht mehr 2023, aber ins kommende Jahr hinein. Von der Zinsseite sollte sich für die Aktienmärkte kein Gegenwind aufbauen. Der Leitzinszyklus steht kurz vor dem Höhepunkt und auch am langen Ende rechnen wir mit keinem markanten Anstieg. Es fehlen allerdings auch die treibenden Kräfte für Aktien. Dem stehen etwa die vor allem in den USA hohen Bewertungen entgegen. Somit scheint das wahrscheinlichste Szenario vorerst eine Konsolidierung auf den aktuellen Niveaus. Ab September könnte sich der Nebel lichten, wohin die Reise geht. Dabei liegt das Augenmerk auf der Inflation, der Reaktion der Notenbanken, den Unternehmensergebnissen und der bereits aufgeworfenen Frage der Rezession. Dann wird sich zeigen, ob die Chancen oder die Risiken obsiegen.

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'th. Heller', written in a cursive style.

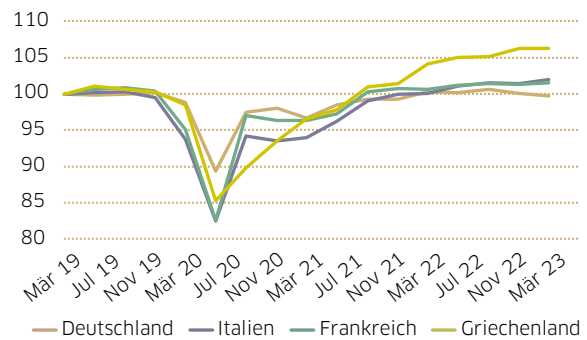
Thomas Heller  
CIO, Belvédère Asset Management

## KONJUNKTUR

Relativ zu den Erwartungen hat sich die US-Wirtschaft im zweiten Quartal am besten entwickelt. Die Krise bei den Regionalbanken hat entgegen den Befürchtungen kaum negative Spuren in der Gesamtwirtschaft hinterlassen. Getragen vom Privatkonsum und robusten Investitionen blieb die Wirtschaft auf dem Wachstumspfad von 2%. Die Eurozone ist knapp in eine technische Rezession gerutscht, d.h. die Wirtschaft ist im Schlussquartal 2022 und im ersten Quartal 2023 um jeweils 0.1% geschrumpft. Hauptverantwortlich dafür war Deutschland. Länder wie Italien, Frankreich oder Griechenland entwickelten sich hingegen besser und sind nicht geschrumpft (vgl. Abb.). Die grösste Enttäuschung war sicherlich China. Nach einem dank der Wiedereröffnung der Wirtschaft gelungenen Start hat sich die Dynamik im zweiten Quartal merklich abgeschwächt. Industrie und Exporte waren schwächer, die Stimmung der Konsumenten eingetrübt. Es scheint, dass die vom Immobilien-

markt ausgehenden Probleme länger nachwirken. Für die USA erwarten wir eine anhaltend positive Konjunktorentwicklung. Die Risiken nehmen aber Ende Jahr zu, wenn die Ersparnisse aus der Pandemie aufgebraucht sind. Für die Eurozone rechnen wir mit einem leichten, von Dienstleistungen getriebenen Wachstum.

### BIP-Entwicklung im Vergleich (indexiert)



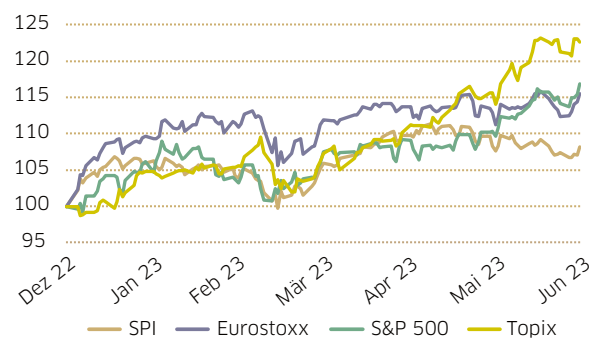
Quelle: Bloomberg, BAM

## AKTIEN

Die Stimmung an den Aktienmärkten blieb im letzten Quartal freundlich - trotz Diskussionen um die US-Schuldenobergrenze, ausgepreisten Zinssenkungen und bereits stattlicher Aktienbewertungen. Auf regionaler Ebene holten die USA (S&P 500 +8.7% im zweiten Quartal) ihren Rückstand aus dem ersten Quartal auf und entwickelten sich besser als die Aktien der Eurozone (+3.2%). Die US-Märkte standen im Banne der KI-Phantasie, die vom Chipdesigner Nvidia am 24. Mai eingeläutet wurde. Am besten entwickelte sich jedoch der japanische Markt. Treiber dafür waren die tiefen Zinsen, Verbesserungen auf Unternehmensebene und der Geldzufluss ausländischer Investoren. Allerdings verlor der Yen gegenüber dem Franken im letzten Quartal rund 10% und machte so einen Grossteil der Performance für ausländische Anleger wieder zunichte. Schweizer Aktien waren in dem von Tech-Phantasie geprägten Umfeld wenig gefragt (SPI +2.2%), die kleinkapitalisierten Werte notierten praktisch unverändert (+0.10%). Nach dem überraschend guten ersten Halbjahr stellt sich die Frage, ob der positive Trend anhalten kann.

Dafür sprechen das im Allgemeinen intakte Makro-bild, steigende Gewinnerwartungen und die Tatsache, dass viele Investoren gegenüber Aktien immer noch vorsichtig positioniert sind. Auf der negativen Seite stehen vor allem in den USA die relativ hohe Bewertung und die hartnäckige Inflation, die den Zinserhöhungszyklus verlängern könnte. Aus unserer Sicht halten sich Chancen und Risiko derzeit etwa die Waage.

### Aktienmärkte seit Jahresbeginn (indexiert, in Lokalwährung)



Quelle: Bloomberg, BAM

## ZINSEN

Im abgelaufenen Quartal hat die EZB die Leitzinsen zwei Mal erhöht, Fed und SNB haben noch je einen Schritt vollzogen. Alle drei Notenbanken schliessen weitere Zinserhöhungen nicht aus. Grund dafür ist die Kernrate der Inflation, die weniger schnell als erwartet zurückkommt. Wir gehen davon aus, dass die Notenbanken noch jeweils einen Zinsschritt vornehmen, danach aber pausieren werden, um die Effekte der höheren Zinsen in der Wirtschaft zu beobachten, die ihre Wirkung mit Verzögerung entfalten.

Am langen Ende stiegen die Zinsen im zweiten Quartal in den USA und der Eurozone leicht an, ohne aber die bisherigen Höchststände zu überschreiten. Wir gehen davon aus, dass dies weiterhin so bleibt. In der Schweiz fielen die Zinsen dagegen um 25 Basispunkte auf unter 1%. Gründe für die hohe Nachfrage nach «Eidgenossen» waren die im Vergleich zum Ausland günstigere Inflationsentwicklung und das Erreichen der Schuldenobergrenze in den USA.

Anlageklassen	Einschätzung	Kommentar
<b>Anleihen</b>		
Staatsanleihen		Der Höhepunkt bei den Leitzinsen steht bevor, aber Senkungen bis Ende Jahr sind unrealistisch. Die langfristigen Zinsen dürften sich weiterhin volatil seitwärts entwickeln.
Unternehmensanleihen		
<b>Aktien</b>		
Schweiz		Nach den starken Kursavancen im ersten Halbjahr ist das Chancen-/Risikoverhältnis von Aktien ausgewogen. Weitere Kursfortschritte sind möglich, gleichzeitig steigt aber auch das Risiko für einen grösseren Rückschlag.
Eurozone		
Grossbritannien		
USA		
Schwellenländer		
<b>Immobilien</b>		
Schweiz		Weitere Zinsanhebungen hemmen den Kursanstieg. Die Bewertungen sind im historischen Vergleich jedoch immer noch interessant.
<b>Rohstoffe</b>		
Öl		Die schwächere Wirtschaft in China dämpft den Ölpreis. Dem Goldpreis fehlen nach wie vor die Treiber.
Gold		

unattraktiv attraktiv aktuelle Einschätzung der Anlageklasse

### Impressum

© BAM 2023. Alle Rechte vorbehalten. | Herausgeber: Belvédère Asset Management AG | Autoren: Thomas Heller, Matthias Wullschleger | Redaktionsschluss: 30.6.2023

### 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.