



BELVÉDÈRE
Asset Management

August 2023

SO STARK WIE NIE

MARKT- PERSPEKTIVEN

SO STARK WIE NIE

Hatten oder planen Sie Auslandferien? Dann dürfte Sie die jüngste Wechselkurs-Entwicklung gefreut haben. Fast egal, wohin Sie gereist sind oder noch reisen, Ihre Ferien sind deutlich billiger geworden. Denn der Schweizer Franken ist derzeit so stark wie noch nie. Der auf einem Währungskorb basierende Franken-Index steht auf einem Allzeithöchst. Der Euro, die weitaus wichtigste Währung im Index, hat verloren – fast 5% seit Mitte Januar, rund 2% allein im Juli. Aber vor allem der US-Dollar hat innert kürzester Zeit nochmal deutlich nachgegeben und notiert so tief wie zuletzt 2011 kurz vor der Einführung des Euro-Mindestkurses bzw. 2015 nach dessen Aufhebung.



Warum ist der Dollar schwach? Einer der Gründe ist, dass er – etwas plakativ ausgedrückt – immer zur Schwäche neigt, zumindest langfristig. Das grosse Leistungsbilanzdefizit der USA zieht den Greenback stetig nach unten, genauso wie der riesige Schweizer Leistungsbilanzüberschuss dem Franken stetig Auftrieb verleiht. Das heisst nicht, dass der Dollar nicht über längere Zeit stark und der Franken schwach sein können. Der unterschwellige Trend begünstigt jedoch den Franken und belastet den Dollar. Der USD/CHF-Kurs wird in 10 oder 15 Jahren eher bei 0.70 als bei 1.00 liegen, wobei er zwischenzeitlich die Parität natürlich wieder überschreiten kann.

Ein weiterer Grund: 2021 und 2022 hatte der Dollar eine seiner starken Phasen. Er legte zum Franken um 15% zu, zum Euro gar um 28%. Alle gängigen Berechnungsmethoden deuteten auf eine Überbewertung hin. Den Zeitpunkt zu antizipieren ist jeweils schwierig. Aber die Ende 2022 einsetzende Korrektur konnte daher nicht überraschen, auch wenn Ausmass und Geschwindigkeit – wie so oft – so nicht zu erwarten waren. Begünstigt hat den Fall des Dollars auch die sich anbahnende US-Bankenkrise im März. Zwar nimmt die amerikanische Währung in Krisenphasen oft die Rolle eines sicheren Hafens ein und profitiert von Turbulenzen. Ausser sie gehen, wie in diesem Fall, von den USA selber aus. Auslöser für den jüngsten Rutsch des Dollars waren tiefere Inflationszahlen und die Aussicht auf ein Ende des Zinserhöhungszyklus in den USA, während anderswo noch mit Zinsanhebungen gerechnet wurde.

Wie geht es weiter mit dem Dollar? Wenn das Pendel stark in eine Richtung ausgeschlagen hat, ist ein Zwischenhalt oder eine Gegenbewegung wahrscheinlich. Seit sich jüngst das Ende der Zinserhöhungen auch hierzulande verstärkt abzuzeichnen begann, hat sich der Dollar gefangen. Hinzu kommt, dass die aktuelle Franken-Hausse womöglich die SNB wieder auf den Plan ruft. Während sie über Jahre hinweg mit Interventionen den Franken geschwächt hatte, hat sie zuletzt im Kampf gegen die Inflation eine Aufwertung des Frankens zugelassen. Nicht auszuschliessen, dass die SNB nun wieder als Devisenkäuferin am Markt auftritt. Eine nachhaltige Rally des US-Dollars ist jedoch nicht zu erwarten, denn er ist nach wie vor nicht unterbewertet. Und auch der Euro hat derzeit nur limitiertes Aufwertungspotenzial.

Der Franken bleibt also vorerst stark. Ist das gut für die Schweiz? Oder allgemein gefragt: Was ist besser für ein Land? Eine starke oder eine schwache Währung? Antworten dazu in einem Monat an dieser Stelle.

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

Thomas Heller
CIO, Belvédère Asset Management

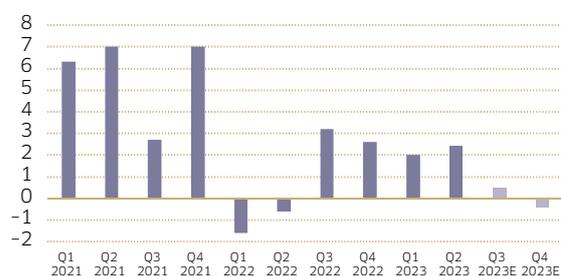
KONJUNKTUR

Die US-Wirtschaft ist im zweiten Quartal mit 2.4% (zum Vorquartal, annualisiert) überraschend stark gewachsen. Ausschlaggebend dafür war weniger der Privatkonsum, sondern es waren vielmehr die Investitionen, die auch vom «Inflation Reduction Act» Programm profitieren. Aktuell laufen viele Bauprojekte, unter anderem für Chip- und Batteriefabriken. Wir denken, dass das Wachstum anhalten kann. Die Risiken nehmen aber gegen Ende Jahr zu, wenn die Ersparnisse aus der Pandemie verbraucht sind und die höheren Zinsen ihre Wirkung zeigen.

Für die Eurozone hat sich der Ausblick verdüstert. Im Juli fiel der Einkaufsmanager-Index der Industrie auf tiefe 42.7, womit der Sektor in der zweiten Jahreshälfte schrumpfen dürfte. Aber auch der Dienstleistungssektor hat sich abgekühlt. Die Aktivitäten gehen zurück und es wird weniger Personal gesucht. Das wahrscheinlichste Szenario ist eine Stagnation.

In China haben die letzten Daten enttäuscht, worauf Investoren gespannt auf die Beschlüsse vom Politbüro Ende Juli warteten. Es zeigte sich, dass der Staat gewillt ist, mehr zu tun, insbesondere auch im Immobilienmarkt. Daneben soll unter anderem die digitale Ökonomie gefördert werden. Die Wachstumswahlen von früher dürften damit nicht erreicht werden, aber zumindest eine Verbesserung gegenüber dem ersten Halbjahr liegt im Bereich des Möglichen.

BIP-Wachstum USA (in % ggü. Vorquartal, ann; ab Q3 Konsensschätzungen)



Quelle: Bloomberg

AKTIEN

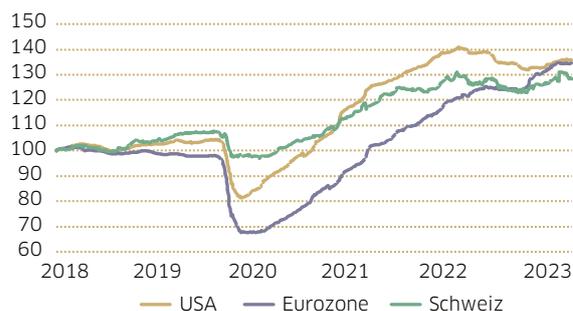
Die Börsen trotzten den aufkeimenden Konjunkturängsten und zeigten im Juli mehrheitlich eine ansprechende Entwicklung. Dies gilt insbesondere für den US-Markt (S&P 500 +3.2%), wo sich zudem die Marktbreite vergrößert hat. Die Rally wurde allerdings von einem schwächeren Dollar begleitet (vgl. Leitartikel). Der SPI und der Euro Stoxx gewannen im Juli 0.4% bzw. 2.1%. Die bis anhin veröffentlichten Unternehmensresultate fielen mehrheitlich positiv oder aber weniger schlimm als befürchtet aus. Bei den Schweizer Firmen zeigten sich deutliche Bremsspuren vom starken Franken. Dennoch erreichten die meisten Unternehmen positive Wachstumsraten. Hervorzuheben ist etwa Holcim (+0.7%), die von den oben genannten Investitionstrends in den USA profitieren kann.

Wie geht es an den Börsen weiter? Grundsätzlich gehen wir davon aus, dass das Umfeld freundlich bleibt. Ein wichtiger Grund dafür sind die Gewinnschätzungen, die nach einem schwachen Jahr 2022 nach oben gedreht haben (vgl. Abb.). Gleichzeitig sind die Zinsen wohl ihrem Höhepunkt nahe, wo-

mit die Angst vor immer noch höheren Zinsen wegfällt. Optimistisch stimmt uns auch die gute Verfassung vieler Unternehmen, die sich mit Innovationen und neuen Produkten dem schwierigen Umfeld stellen.

Dennoch gibt es Risiken. Zu den grössten zählen ein unerwartet starker Wirtschaftsabschwung, geringe Stimuli in China und eine hartnäckige Inflation.

Gewinnschätzungen (indexiert, 12 Monate rollierend)



Quelle: Bloomberg, BAM

ZINSEN

Im Juli erreichten uns erfreuliche Nachrichten zur Inflation in den USA. Die Jahreststeuerung sank überraschend von 4% auf 3% und liegt damit etwa $\frac{2}{3}$ unter dem Höchst vom letzten Jahr. Die Kernrate ging weniger stark zurück und liegt mit 4.8% immer noch deutlich über dem Ziel der Notenbank. Vor diesem Hintergrund erhöhte die US-Notenbank die Zinsen ein weiteres, wohl letztes Mal um 0.25 Prozentpunkte auf 5.25%. Die EZB tat es ihr gleich und erhöhte auf 4.25%. In Japan ist die Notenbank gewillt, ihre Zinskurvenkontrolle aufzuweichen,

was potenziell höhere Zinsen und einen stärkeren Yen zur Folge haben könnte. Voraussetzung dafür ist, dass die Inflation über 2% bleibt.

Am langen Ende überquerten die zehnjährigen Renditen in den USA jüngst die 4%-Marke. Wir sehen dies als letztes Aufbäumen und gehen mittelfristig von einem Zinsrückgang aus. Hauptgrund ist der Inflationsrückgang. Für die Eurozone erwarten wir eine ähnliche Entwicklung. In der Schweiz ist der Spielraum für sinkende Zinsen hingegen geringer.

Anlageklassen	Einschätzung	Kommentar
Anleihen		
Staatsanleihen		Der Zinsgipfel steht bevor, aber Senkungen bis Ende Jahr sind unrealistisch. Die langfristigen Zinsen dürften den Peak erreicht haben und langsam tiefer gehen.
Unternehmensanleihen		
Aktien		
Schweiz		Die H1-Zahlen zeigen, dass sich die Unternehmen in einer schwierigen Konjunktur mehrheitlich gut behaupten. Das gute Umfeld sollte anhalten. Risiken aus China oder eine hartnäckige Inflation könnten aber für Rückschläge sorgen.
Eurozone		
Grossbritannien		
USA		
Schwellenländer		
Immobilien		
Schweiz		Immobilienanlagen sind «gefangen» zwischen letzten Zinserhöhungen und einer Zinswende. Die Bewertungen sind immer noch attraktiv.
Rohstoffe		
Öl		Die Produktionskürzungen von Saudi-Arabien haben den Ölpreis verteuert. Beim Gold sinkt die Investorennachfrage weiter.
Gold		

unattraktiv attraktiv aktuelle Einschätzung der Anlageklasse

Impressum

© BAM 2023. Alle Rechte vorbehalten. | Herausgeber: Belvédère Asset Management AG | Autoren: Thomas Heller, Matthias Wullschleger | Redaktionsschluss: 31.7.2023

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.