



BELVÉDÈRE
Asset Management

September 2023

LIEBER STARK ALS SCHWACH

MARKT- PERSPEKTIVEN

LIEBER STARK ALS SCHWACH

Zwar hat der Schweizer Franken in den letzten Wochen vor allem gegenüber dem US-Dollar etwas an Wert verloren. Aber er ist noch immer stark, sehr stark. Das hat unter anderem damit zu tun, dass die Schweizerische Nationalbank (SNB) seit dem vergangenen Jahr mit Devisenverkäufen den Franken bewusst gestärkt hat, um die Inflation zu bekämpfen. Zuvor hatte die SNB über viele Jahre hinweg mit allen Mitteln versucht, Franken-Anlagen unattraktiv zu machen. Ein Kommentar der SNB unter dem Titel «Rolle und Höhe der Reserven der Nationalbank» vom Februar 2006 ist deshalb aus heutiger Sicht bemerkenswert: «So kann die SNB im Falle einer Frankenschwäche [...] am Devisenmarkt intervenieren und durch den Verkauf von Fremdwährungen den Franken stützen.» Der EUR/CHF-Kurs lag damals bei 1.55 und stieg bis Herbst 2007 auf den Höchstwert von 1.68. Es kursierte die Frage, ob die SNB dem Franken unter die Arme greifen sollte, damit er nicht zu schwach werde. Die Ausgangslage ist nicht die gleiche wie 2006. Die Frage ist aber dieselbe: Starke oder schwache Währung – was ist besser für ein Land?



Wertet eine Währung um beispielsweise 10% ab, so sind Produkte aus diesem Land auf dem Weltmarkt ceteris paribus (d.h., wenn alle anderen Parameter gleich bleiben) 10% billiger. Ein ziemlicher Wettbewerbsvorteil. Einfach so, ohne Anstrengung, ohne (sichtbare) Kosten. Viel mühsamer ist es, wenn der Preisvorteil von 10% über die realen Produktionsprozesse erzielt werden muss. Das bedeutet nämlich, dass im eigenen Land Produktivitätsfortschritte, Kostensenkungen und/oder strukturelle und fiskalische Anpassungen nötig sind. Das erfordert grosse Anstrengungen, braucht Zeit und es entstehen (sichtbare) Kosten (z.B. durch die Verlagerung von Arbeitsplätzen). Was liegt näher, als der heimischen Exportwirtschaft mittels einer Schwächung der eigenen Währung auf die Sprünge zu helfen?

Kurzfristig kann dies erfolgreich sein. Langfristig kann eine Abwertung jedoch kein Ersatz für Struktur-reformen, Produktivitätsfortschritte und Innovation sein. Eine schwache Währung macht faul und träge, eine starke hält fit. Deshalb sind Produktivität und Innovation in Starkwährungsländern tendenziell höher. Entsprechend sind Länder mit einer starken Währung langfristig im globalen Wettbewerb besser positioniert. Und nicht zu vergessen: Eine starke heimische Währung verbilligt Importprodukte und hält die Inflation und die Zinsen tief. Davon profitieren alle.

Da es raschen Erfolg verspricht, versuchen Regierungen und Notenbanken immer wieder, die eigene Valuta zu schwächen. Diese Rechnung kann nicht für alle aufgehen. Bei Wechselkursen steht jeder Abwertung eine Aufwertung gegenüber (und jedem Exportüberschuss ein Importüberschuss). Das Leben mit einer harten Währung mag zwar herausfordernd und manchmal schmerzhaft sein. Insbesondere schock-artige Aufwertungen – wie sie die Schweiz etwa 2011 und 2015 erlebte – und Abwertungen stellen eine Volkswirtschaft auf die Probe. Auf lange Sicht überwiegen die Vorteile einer starken Valuta hingegen klar. Fazit: Es ist besser, man hat Probleme mit einer zu starken als mit einer zu schwachen Währung.

Thomas Heller
CIO, Belvédère Asset Management

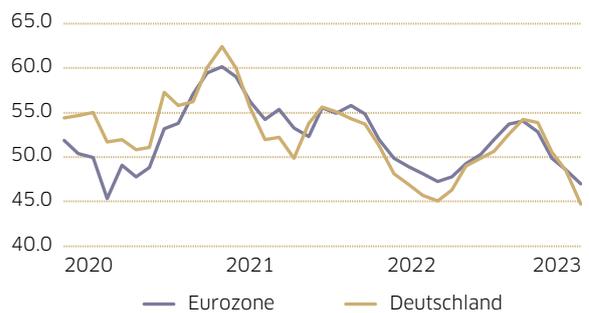
KONJUNKTUR

Betrachtet man die konjunkturelle Lage, stehen auf der einen Seite die USA, wo die Wirtschaftsentwicklung seit Monaten unterschätzt wird. Erwarteten die Ökonomen Anfang Jahr für 2023 ein BIP-Wachstum von lediglich 0.5%, liegen die Schätzungen aktuell bei 2%. Auf der anderen Seite stehen China und die Eurozone. China sieht sich mit einem hartnäckigen Abschwung im Immobilienmarkt konfrontiert, der aufs Wachstum drückt und die Konsumentenstimmung belastet. Der Staat hat bis jetzt eher zaghaft Gegensteuer gegeben und konnte damit den Abschwung nicht stoppen. In der Eurozone deuten Indikatoren wie der Einkaufsmanager-Index ebenfalls auf eine schwächere Wirtschaft hin (vgl. Abb.). Besonders betroffen ist Deutschland. Die Exporte gehen zurück, unter anderem diejenigen nach China.

Zum Ausblick: Es kann festgehalten werden, dass die Risiken für die nächsten sechs Monate zugenommen haben. Wir rechnen zwar nicht mit

Rezessionen, aber doch mit einer Stagnation in der Eurozone. China dürfte deutlich unter Potential wachsen. Die Dauer des Abschwungs hängt massgeblich davon ab, wie stark die staatliche Unterstützung noch ausfallen wird. Aber auch in den USA wachsen die Bäume nicht in den Himmel. Höhere Zinsen und ein langsam schwächer werdender Arbeitsmarkt dürften die Aussichten in den kommenden Monaten eintrüben.

Einkaufsmanager-Index (Composite)



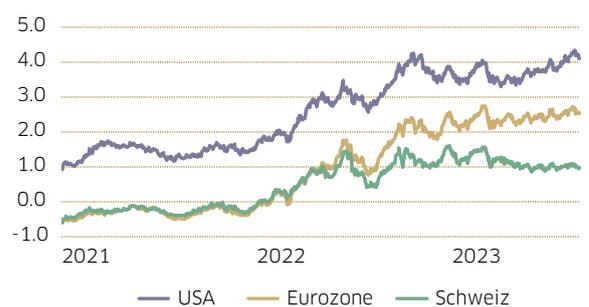
Quelle: Bloomberg, BAM

ZINSEN

Im globalen Zinsumfeld kamen mit der Abstufung der Kreditwürdigkeit der USA durch Fitch, der dortigen hohen Emissionstätigkeit von Staatsanleihen und der weiteren Flexibilisierung der Zinskurvenkontrolle in Japan gleich drei negative und damit renditetreibende Faktoren zusammen. Am ausgeprägtesten war der Zinsanstieg in den USA, wo die Renditen für zehnjährige Staatsanleihen bis auf 4.3% gestiegen sind, so hoch wie letztmals im November 2007. Gegen Ende Monat führte unter anderem ein Rückgang bei der Zahl offener Stellen in den USA zu einer Entspannung bei den Zinsen. Wir gehen weiterhin davon aus, dass die Höchststände erreicht sind und die Zinsen mittelfristig leicht sinken werden. Hauptgrund dafür ist der Inflationsrückgang in den USA. Die letzten Daten zeigten, dass praktisch nur noch das Wohnen die Inflation treibt. Ohne diese Komponente liegt die Kernteuerung lediglich bei 2.5% und damit nahe dem Fed-Ziel.

Bei den Notenbanken erwarten wir noch je einen Schritt von der EZB und der SNB. In der Schweiz übernimmt der starke Franken einen Teil der geldpolitischen Straffung. Die US-Notenbank wird vermutlich die Leitzinsen nicht mehr weiter anheben. Da Zinserhöhungen erst mit einer Verzögerung von bis zu einem Jahr ihre Wirkung in der Wirtschaft entfalten, macht es für die Fed nach dem über einjährigen Zinserhöhungszyklus Sinn, abzuwarten.

Zinsen für zehnjährige Staatsanleihen in %



Quelle: Bloomberg, BAM

AKTIEN

Nachdem sich die Aktienmärkte im bisherigen Jahresverlauf deutlich besser als erwartet entwickelt hatten, setzte im August eine Korrektur ein. Dabei verloren der S&P 500 -1.4%, der Euro Stoxx -2.8% und der SPI -2.1%. Gründe für die Kursverluste waren hauptsächlich steigende Zinsen in den USA und Konjunkturrängste, allen voran in China.

Auf der Unternehmensebene zeigten die Quartalsergebnisse, dass eine Mehrheit der Firmen in den USA und der Eurozone die Erwartungen übertreffen konnte. In der Schweiz war dies nicht der Fall, weil der starke Franken die Ergebnisse mehr als erwartet belastete.

Wichtige Faktoren für die künftige Börsenentwicklung sind China und die Zinsen. Solange der Abschwung in China nicht zum Stillstand kommt, wird kaum Momentum in die europäischen Börsen hineinkommen. Der zweite Faktor wären Zinssenkungen durch die Notenbanken. Solche sind aber noch nicht absehbar. Positiv sind die steigenden Gewinnschätzungen, besonders diejenigen in den USA.

Zusammenfassend halten sich die Chancen und Risiken immer noch etwa die Waage. Wahrscheinlich ist damit eine volatile Seitwärtsentwicklung in den kommenden Wochen.

Anlageklassen	Einschätzung	Kommentar
Anleihen		
Staatsanleihen		Die Zinsen sind am Höchst angelangt. Ein nachlassendes Wirtschaftswachstum und rückläufige Inflationszahlen sollten zu fallenden Renditen am langen Ende führen.
Unternehmensanleihen		
Aktien		
Schweiz		Konjunkturrängste und höhere Zinsen sorgten im August für einen Dämpfer. In der Schweiz belastet die starke Währung. Für höhere Kurse bräuchte es einen Aufschwung in China und/oder tiefere Zinsen. Beides steht unmittelbar nicht bevor.
Eurozone		
Grossbritannien		
USA		
Schwelmländer		
Immobilien		
Schweiz		Die Bewertungen sind weiterhin attraktiv. Gleichzeitig belasten aber höhere Zinsen den Immobiliensektor.
Rohstoffe		
Öl		Öl hat sein Potential ausgeschöpft. Beim Gold fehlen die Trigger und Investoren stossen weiterhin Bestände ab.
Gold		

unattraktiv attraktiv aktuelle Einschätzung der Anlageklasse

Impressum

© BAM 2023. Alle Rechte vorbehalten. | Herausgeber: Belvédère Asset Management AG | Autoren: Thomas Heller, Matthias Wullschleger | Redaktionsschluss: 30.8.2023

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.