



BELVÉDÈRE  
Asset Management

Oktober 2023

---

H4L

# MARKT- PERSPEKTIVEN

# H4L

Ein neues Akronym macht an den Finanzmärkten die Runde: H4L – higher for longer. Gemeint ist damit, dass die Zinsen, allen voran die Leitzinsen der Notenbanken, länger auf den heutigen hohen Niveaus verharren werden, als dies viele Finanzakteure erwartet oder gehofft hatten. Zur Erinnerung: Noch im Mai waren die Märkte davon ausgegangen, dass die US-Notenbank (Fed) die Leitzinsen nicht mehr anheben, sondern vielmehr bis Anfang 2024 vier Mal senken würde. Dies schien uns schon damals masslos übertrieben und schwebte eher als Damoklesschwert über den Märkten, falls die Zinssenkungsphantasien dereinst ausgepreist würden und damit eine Stütze der Börsenhausse wegfielen.



Dass die Erwartung sinkender US-Leitzinsen in der Folge tatsächlich markant korrigiert wurde, ohne dass dies spürbare Auswirkungen auf die Märkte hatte, war äusserst bemerkenswert. Nun, mit einiger Verzögerung und mit tüchtiger «verbaler Unterstützung» der Notenbanken, ist H4L an den Märkten angekommen und hat im dritten Quartal seine Spuren hinterlassen. So stiegen die Zinsen für zehnjährige Staatsanleihen von Juni bis September deutlich an. In den USA etwa von 3.84% auf 4.57% (den höchsten Stand seit 2007) oder in Deutschland von 2.39% auf 2.84%, und bescherten Obligationen-Anlegern Verluste von mehr als drei Prozent. Nur wenig besser erging es Anlegern von Anleihen der Schweizer Eidgenossenschaft. Der Zinsanstieg im dritten Quartal von 0.96% auf 1.10% hatte Kursverluste von rund zwei Prozent zur Folge. Die Zinsentwicklung war auch massgeblich ursächlich für den Rückschlag an den Aktienmärkten. Ab dem – je nach Markt – Jahres- oder Zwischenhoch Ende Juli gab der SPI um 3.7% nach, der Euro Stoxx um 6.1%, der S&P 500 um 6.3% und der chinesische CSI 300 gar um knapp 8% (jeweils in Lokalwährung).

Für den Rest des Jahres stellen sich drei Fragen. Erstens: War's das mit den Leitzinserhöhungen? Antwort: Ja. Die Notenbanken haben sich zwar die Option für weitere Zinserhöhungen offengelassen. Die anhaltende Wachstumsschwäche und die hartnäckige, aber im Trend fallende Inflation werden die Währungshüter von weiteren Zinsschritten abhalten. Auch für die langfristigen Zinsen bedeutet dies nach dem jüngsten Anstieg, dass der Höhepunkt nahe ist. Zweitens: Mündet der wirtschaftliche Abschwung doch noch in eine Rezession? Antwort: Nicht in den USA, die konjunkturell immer noch überraschend gut dastehen. Vermutlich ja, zumindest «technisch», in der zyklischeren Eurozone. Sowie ungewiss in China, wo vieles von der Entwicklung im Immobiliensektor sowie vom Willen und den Möglichkeiten der Regierung für unterstützende Massnahmen abhängt. Und drittens: Was heisst das für die Aktienmärkte? Antwort: Die höheren Zinsen und die Wachstumsschwäche dürften in den Kursen weitgehend eingepreist sein. H4L verliert etwas von seinem Schrecken, eine anhaltende Baisse ist nicht zu erwarten. H4L steht aber auch einer spürbaren Erholung im Weg. Es fehlen die Auslöser für deutlich anziehende Kurse. «Volatil seitwärts» – ein Schlagwort, das ich eigentlich ungern verwende – scheint ein realistisches Szenario für das Schlussquartal. Und es bleibt die Hoffnung auf eine so oft zu beobachtende Jahresendrallye.

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

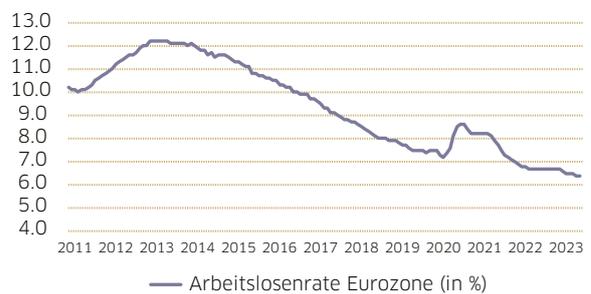
Thomas Heller  
CIO, Belvédère Asset Management

## KONJUNKTUR

Die US-Wirtschaft nahm den Schwung vom zweiten Quartal ins abgelaufene dritte mit. Dazu beigetragen haben ein solider Privatkonsum, die Unternehmensinvestitionen und eine Erholung in der Industrie, wo der Lagerabbau beendet scheint. Die höheren Zinsen zeigten bislang kaum negative Effekte, einzig der private Häuserbau befindet sich im Abschwung. Anders das Bild in der Eurozone: Nachdem das BIP-Wachstum bereits im zweiten Quartal praktisch zum Erliegen gekommen ist, haben sich die Daten im abgelaufenen Quartal weiter verschlechtert. Das nach wie vor hohe Preisniveau drückt auf den Konsum und die Industrie erhält immer weniger Aufträge. Einer der wenigen Lichtblicke bleibt der Arbeitsmarkt (vgl. Abb.). In China setzte sich der Abschwung am Immobilienmarkt zunächst fort. Der Staat versuchte mit diversen kleineren Massnahmen Gegensteuer zu geben mit dem Ergebnis, dass sich der Abschwung gegen Quartalsende hin verlangsamt. Ebenso verbesserten sich der Konsum, die Industrie und die Exporte.

Zum Ausblick: Bestimmende Faktoren sind unter anderem das teurere Öl, auslaufende Ersparnisse aus der Pandemie und die höheren Zinsen. Die US-Wirtschaft dürfte diese Herausforderungen am besten meistern, wird aber nicht um eine Abschwächung herumkommen. In der Eurozone steigen die Risiken und eine Stagnation ist wahrscheinlich. In China besteht die Chance auf eine weitere Verbesserung. Die Lage bleibt aber fragil, wie die neuerlichen Probleme der Immobilienfirmen Evergrande und Country Garden zeigen.

### Arbeitslosigkeit fällt und fällt



Quelle: Bloomberg, BAM

## ZINSEN

Im abgelaufenen Quartal kam es zu teilweise massiven Bewegungen im Zinsmarkt. Am stärksten stiegen die Zinsen in den USA, wo die zehnjährigen Renditen für Staatsanleihen mit 4.6% den höchsten Wert seit 2007 erreichten. Hauptgrund dafür ist das beschriebene starke Wirtschaftsumfeld, was die Befürchtung nährte, die US-Notenbank könnte die Zinsen länger hochhalten. Eine Rating-Abstufung durch Fitch und die quantitative Straffung (quantitative tightening, QT) verstärkten den Trend. In der Eurozone war der Trend weniger ausgeprägt, aber auch dort stiegen die Zinsen. In der Schweiz konnte dagegen nur ein marginaler Anstieg beobachtet werden. Die Inflation ist bereits unter 2% gefallen und die SNB verzichtete an ihrer letzten Sitzung auf eine weitere Zinserhöhung. In Japan lockerte die Notenbank die Zinskontrolle, was die zehnjährigen Sätze auf 0.74% ansteigen liess.

Zum Ausblick: Die erwartete Wirtschaftsabschwächung verbunden mit einem Rückgang der Teuerung sowie der Umstand, dass die Notenbanken ihre Zinserhöhungskampagne wohl abgeschlossen haben, sprechen für tiefere Zinsen. Die hohe Schuldenaufnahme und das QT sind Faktoren für höhere Sätze. Unter dem Strich ist das Potential für weitere Anstiege limitiert, ein schneller Rückgang ist aber ebenso wenig wahrscheinlich.

### Zinsen und Ölpreis im Gleichschritt



Quelle: Bloomberg, BAM

## AKTIEN

Nach zwei positiven Quartalen kam es im abgelaufenen dritten Quartal zu einem Rücksetzer an den Aktienmärkten. Der S&P 500 büsste 3.3% ein, der Euro Stoxx 4.1% und der SPI 3.3%. Die Schweizer Small & Mid Caps korrigierten mit 5.7% überdurchschnittlich. Hauptverantwortlich war der massive Zinsanstieg am langen Ende. Daneben trübten die Konjunkturprobleme in China die Stimmung ein. Besonders davon betroffen waren Luxusgüteraktien, wie Richemont (-23.9%) oder Louis Vuitton (-17%). Auf der anderen Seite profitierten Energieaktien wie Eni (+17.6%) und Exxon Mobil (+10.6%) vom höheren Ölpreis (+26.8%).

Wir halten an unserer Einschätzung fest, dass sich Chancen und Risiken in etwa die Waage halten. Die Unternehmen sind im Allgemeinen gut aufgestellt, profitieren von höheren Preisen und Effizienzmassnahmen. Entsprechend steigen die Gewinnschätzungen. Weiter besteht die Chance, dass der Lagerabbau durch ist und sich die Wirtschaft in China stabilisiert. Das würde insbesondere Firmen in der Schweiz und der Eurozone helfen. Grösste Risiken sind eine Konjunkturschwäche in Europa und ein Ölpreis, der deutlich über USD 100 geht. Wir halten dieses Risiko allerdings für beschränkt, da bei so hohen Preisen die Nachfrage zurückgehen würde.

Anlageklassen	Einschätzung	Kommentar
<b>Anleihen</b>		
Staatsanleihen		Die Zinsen dürften einen Grossteil der Aufwärtsbewegung hinter sich haben. Hoffnungen auf einen schnellen Zinsrückgang sind aber verfrüht, auch weil die Notenbanken die Zinsen tendenziell länger hoch halten werden.
Unternehmensanleihen		
<b>Aktien</b>		
Schweiz		Die Aktien beendeten das dritte Quartal mit Verlusten im mittleren einstelligen Bereich. Die Börsen dürften im Schlussquartal volatil bleiben. Wir fokussieren uns auf Qualitätsaktien mit wenig Schulden.
Eurozone		
Grossbritannien		
USA		
Schwellenländer		
<b>Immobilien</b>		
Schweiz		Kurse von Immobilienanlagen blieben im dritten Quartal per Saldo nahezu unverändert, die fundamentale Nachfrage ist intakt und die Bewertungen sind interessant. Die höheren Zinsen wirken sich hingegen belastend aus.
<b>Rohstoffe</b>		
Öl		Nach dem starken Anstieg wird die Luft fürs Öl dünn. Für Gold sehen wir weiterhin keine Impulse.
Gold		

unattraktiv attraktiv aktuelle Einschätzung der Anlageklasse

### Impressum

© BAM 2023. Alle Rechte vorbehalten. | Herausgeber: Belvédère Asset Management AG | Autoren: Thomas Heller, Matthias Wullschleger | Redaktionsschluss: 29.9.2023

### 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.