



BELVÉDÈRE
Asset Management

November 2023

BRAUCHT ES ANALYSTEN?

MARKT- PERSPEKTIVEN

BRAUCHT ES ANALYSTEN?

Der Zinspfad in den USA für 2023 schien vorgezeichnet. Die US-Notenbank (Fed) würde ihren Zinserhöhungszyklus im Verlauf des Jahres beenden und am langen Ende würden die Renditen kaum substantiell und nachhaltig über die Höchststände von 2022 steigen. Während Ersteres so eingetreten ist, stimmte das mit den langen Zinsen nur bis im Sommer. Ende Oktober rentierten zehnjährige US-Staatsanleihen erstmals seit 2007 wieder über 5%. Die Ursache für den Anstieg ist nicht eindeutig. Kann hier Künstliche Intelligenz helfen? Macht sie Finanzanalysten gar entbehrlich? Fragen wir ChatGPT: Welches waren die entscheidenden Faktoren, die zum jüngsten Zinsanstieg beigetragen haben?



Einleitend meint ChatGPT: «Um die entscheidenden Faktoren für den Anstieg der Zinsen [...] zu bestimmen, wäre eine detaillierte Analyse der aktuellen Marktsituation [...] erforderlich.» Genau deswegen hatte ich ChatGPT eigentlich gefragt! Item, dies waren die fünf genannten Gründe – und was ich davon halte:

«Aussicht auf eine straffere Geldpolitik der Fed»: Es gab eine kurze Phase, während der eine weitere Zinserhöhung möglich schien. Die war aber rasch vorbei. Das Argument gilt nur bedingt, wenn überhaupt.

«Steigende Inflationserwartungen»: Die sind tatsächlich etwas gestiegen, rechtfertigen aber nicht das Ausmass des beobachteten Zinsanstiegs.

«Haushaltsdefizit/Fiskalpolitik»: Hier hat ChatGPT einen Punkt. Zwar ist die Defizit-/Schuldensituation in den USA nicht neu, aber die Diskussion darüber hat zuletzt wieder zugenommen. Das höhere Angebot an US-Staatsanleihen drückt die Kurse nach unten und im Gegenzug die Renditen nach oben.

«Steigende Rohstoffpreise»: Die damit verbundenen Inflationssorgen haben den Zinsanstieg begünstigt. Die für die Notenbanken relevantere Kerninflation, welche die Energie- und Nahrungsmittelpreise ausklammert, wird davon allerdings nicht direkt tangiert und ist somit kein nachhaltiger Zinstreiber.

«Internationale Entwicklungen»: Ein sehr vages Argument. In Bezug zur aktuellen Entwicklung im Nahen Osten hätte dies eher zu einer Flucht in sichere Anlagen – wie eben US-Staatsanleihen – führen sollen. So wie das jüngst beim Gold zu beobachten war. Ein Argument für steigende Zinsen ist das nicht.

Der Zinsanstieg ergab sich aus dem Zusammenspiel verschiedener Faktoren. Der Erkenntnisgewinn durch ChatGPT ist überschaubar und unsere Markteinschätzung hat sich dadurch nicht verändert: Der Zinserhöhungszyklus der Fed ist beendet, gegen Mitte des nächsten Jahres dürfte es zu ersten Zinssenkungen kommen. Am langen Ende werden die Zinsen auf diesem erhöhten Niveau kaum weiter steigen, sondern angesichts der nachlassenden Wachstumsdynamik und der rückläufigen Inflation eher etwas nachgeben.

Abschliessend meint ChatGPT: «Um genauere Informationen über die aktuellen Marktentwicklungen zu erhalten, wäre es ratsam, auf [...] Analysen von Finanzexperten zuzugreifen.» Noch scheint die Rolle des Finanzanalysten also nicht obsolet geworden zu sein.

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

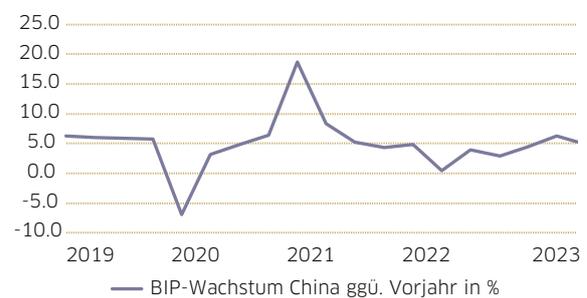
Thomas Heller
CIO, Belvédère Asset Management

KONJUNKTUR

Die US-Wirtschaft überraschte im abgelaufenen dritten Quartal mit einem Wachstum von sehr hohen 4.9% (annualisiert, gegenüber dem Vorquartal). Wesentliche Treiber waren Privatkonsum, Exporte sowie Staatsausgaben. Konsumenten profitieren nach wie vor vom robusten Arbeitsmarkt und Ersparnissen aus der Pandemie. Weniger gut sieht das Bild in der Eurozone aus. Die Industrie befindet sich in einem hartnäckigen Abschwung, was sich am Stand des Einkaufsmanagerindex von lediglich 43 Punkten manifestiert. Der Privatkonsum verliert ebenfalls an Stärke, nachdem der Nachholbedarf beim Tourismus abgeflaut ist. China dürfte den Tiefpunkt des Abschwungs durchschritten haben. Die Wirtschaft ist im dritten Quartal mit 4.9% gegenüber dem Vorjahr stärker als erwartet gewachsen. Ebenfalls besser entwickelten sich der Privatkonsum und der Industriesektor. Noch nicht erholt hat sich hingegen der Immobiliensektor.

Zum Ausblick: Die US-Wirtschaft wird das aktuell hohe Momentum nicht halten können. Wir gehen von einer sanften Landung aus. Rezession bleibt ein Risiko, aber nicht das wahrscheinlichste Szenario. Die Eurozone wird einen schwierigen Winter erleben. Danach besteht die Chance auf eine Erholung in der Industrie und eine Verbesserung beim Privatkonsum, sofern die Inflation weiter fällt. Die Wirtschaft in China dürfte sich in den nächsten Monaten verbessern, auch weil der Staat weiter stimuliert, aktuell mit einer Erhöhung des Budgetdefizits.

China: Wachstum stabilisiert sich



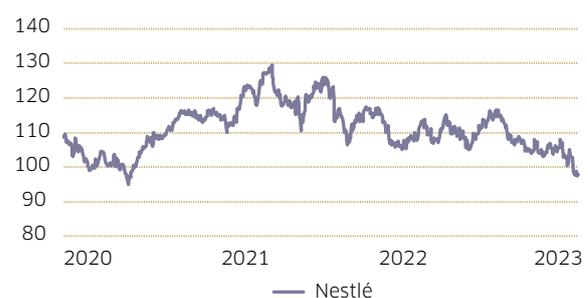
Quelle: Bloomberg, BAM

AKTIEN

An den internationalen Aktienmärkten dominierten im Oktober die negativen Vorzeichen. Der S&P 500 korrigierte um rund 3%, der Dax um knapp 4% und der SPI verlor mehr als 5%. Die Gründe für die schlechte Entwicklung waren mannigfaltig und reichten von Zinsangst über schlechte Unternehmensresultate bis hin zu befürchteten negativen Auswirkungen der neuen Fettreduktionspillen (GLP-1) von Novo Nordisk und Eli Lilly. Eine der leidtragenden Firmen war Nestlé. Die Aktie verlor seit dem Jahreshöchst im Mai mehr als 15%. Investoren befürchten, dass die Nachfrage nach Nahrungsmitteln zurückgehen könnte. Wir halten diese Ängste für übertrieben und sehen eine Einstiegschance bei Nestlé. Daneben findet eine Bewertungskorrektur bei teuren Aktien statt, die die Gewinnerwartungen nicht erfüllen konnten. Beispiele dafür sind Lonza oder der gesamte Luxusgütersektor.

Die Nervosität an den Börsen dürfte anhalten, bis alle Unternehmen ihre Zahlen fürs dritte Quartal auf den Tisch gelegt haben. Bis dahin kann nicht ausgeschlossen werden, dass die Indizes nochmals tiefer gehen. Danach sprechen die Erreichung des Zinsgipfels und saisonale Gründe für eine Erholung. Wir fokussieren uns weiterhin auf Qualitätstitel mit soliden Bilanzen und wenig Schulden.

Nestlé unter Druck



Quelle: Bloomberg, BAM

ZINSEN

Der Aufwärtsdruck bei den Zinsen hielt im Oktober an. In den USA überschritten die Renditen für zehnjährige Staatsanleihen sogar kurz die Marke von 5%. Es mehren sich nun die Stimmen, die dieses Niveau als attraktiv erachten. Vor dem Hintergrund einer US-Wirtschaft, die das stärkste Wachstum wohl hinter sich hat und einer weiter rückläufigen Inflation sehen auch wir den Zinsgipfel als erreicht. Nach zehn Zinserhöhungen in Folge verzichtete die Europäische Zentralbank (EZB) an ihrer Oktober-sitzung auf eine erneute Zinsanhebung. In ihrem Ausblick betonte EZB-Chefin Lagarde die Abwärtsrisiken für die Konjunktur in der Eurozone. Wir

rechnen damit, dass die EZB die Leitzinsen nun für einen längeren Zeitraum unverändert belassen wird. Dasselbe gilt für die USA. Die Fed wird die Zinsen erst senken, wenn sie sicher ist, dass die Inflation besiegt ist. Es gilt das Risiko eines erneuten Inflationsanstiegs zu begrenzen, wie es beispielsweise in den 1970er Jahren der Fall war. Wir sehen hingegen eine gute Chance, dass die quantitative Straffung der Fed, also der Abbau des Bestandes an Staatsanleihen, bald zu einem Ende kommt. Die Fed hatte damit im April 2022 begonnen und seither Anleihen im Umfang von etwa USD 1'000 Mrd. verkauft.

Anlageklassen	Einschätzung	Kommentar
Anleihen		
Staatsanleihen		Die Notenbanken sind durch mit Zinserhöhungen, werden die Leitzinsen aber nicht vorschnell wieder senken. Das lange Ende in den USA ist mit Renditen von 5% noch attraktiver geworden.
Unternehmensanleihen		
Aktien		
Schweiz		Die Börsen litten im Oktober unter höheren Zinsen und teilweise schlechten Unternehmensergebnissen. Die Nervosität dürfte während der Berichtssaison noch anhalten. Danach ist eine Gegenbewegung an den Märkten möglich.
Eurozone		
Grossbritannien		
USA		
Schwellenländer		
Immobilien		
Schweiz		Die Kurse von Immobilienanlagen haben im Oktober deutlich nachgegeben. Die Nachfrage ist aber nach wie vor intakt und die Bewertungen sind günstig.
Rohstoffe		
Öl		Mit dem Ausbruch des Nahostkonflikts rückten Öl und Gold wieder in den Fokus. Fundamental erscheint aber beides ausgereizt.
Gold		

unattraktiv attraktiv aktuelle Einschätzung der Anlageklasse

Impressum

© BAM 2023. Alle Rechte vorbehalten. | Herausgeber: Belvédère Asset Management AG | Autoren: Thomas Heller, Matthias Wullschleger | Redaktionsschluss: 31.10.2023

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.