



BELVÉDÈRE  
Asset Management

Dezember 2023

---

DE-GLOBALISIERUNG?

# MARKT- PERSPEKTIVEN

# DE-GLOBALISIERUNG?

Ab den 1990er-Jahren erlebte die Welt einen Globalisierungsschub. Der Fall des Eisernen Vorhangs öffnete neue Märkte, 1995 wurde die Welthandelsorganisation (WTO) gegründet und 2001 trat mit China das bevölkerungsreichste Land der Welt der WTO bei. Die globalen Exporte im Verhältnis zur globalen Wirtschaftsleistung – als eine der Messgrößen für den Globalisierungsgrad – stiegen zwischen 1990 und 2008 von knapp 15% auf 25%.



Die internationale Arbeitsteilung war einer der stärksten Treiber des Wohlstands der letzten 200 Jahre. Das Modell der komparativen Vorteile – jedes Land produziert die Güter, die es im Vergleich zu anderen Ländern günstiger herstellen kann – ist eines der anerkanntesten Prinzipien der Ökonomie. Die Corona-Pandemie hat uns allerdings vor Augen geführt, dass diese Arbeitsteilung Abhängigkeiten schafft und dies problematisch werden kann, wenn Wertschöpfungsketten unterbrochen werden. Deshalb – so die Überlegung – könnte es zu Anpassungen bei den Arbeitsprozessen der Unternehmen kommen, beispielsweise zur Repatriierung der Produktion oder zu erhöhter Lagerhaltung. Kommt hinzu, dass sich China und die USA gegenseitig mit Handelsrestriktionen eingedeckt haben und China erklärtermaßen unabhängiger werden will. Es folge also eine Phase der De-Globalisierung, so die gängige Meinung.

Knapp vier Jahre nach Ausbruch der Corona-Pandemie lässt sich das in den Zahlen (noch) nicht ablesen. Die Globalisierung hat seit der Finanzkrise zwar nicht weiter zugenommen. Aber eben auch nicht abgenommen. Während die wertmässige Exportquote seit 2008 unter Schwankungen seitwärts verläuft, haben die transportierten Tonnen-Kilometer (die zurückgelegte Distanz der Fracht multipliziert mit dem Gewicht) sogar stetig weiter zugelegt, und zwar deutlich mehr als die Wirtschaftsleistung. Auch hat der schwieriger zu messende grenzüberschreitende Dienstleistungsverkehr (z.B. Finanzdienstleistungen, Tourismus, Telekommunikation) zugenommen.

Eine Form von politischer De-Globalisierung könnte durch vermehrte staatlich verordnete Repatriierung entstehen, etwa bei kritischen Gütern wie Nahrungsmittel, im Gesundheitswesen oder in der Energieversorgung. Aber es gibt auch wirtschaftlich induzierte Veränderungen in den globalen Handelsströmen. Es kommt in einzelnen Sektoren zu Verlagerungen der Produktion und es gibt Länder, die davon profitieren (wie etwa Mexiko oder Vietnam). Dabei geht es darum, die Zulieferer näher an den Absatzmarkt zu bringen (sogenanntes Near- oder Reshoring) sowie die Abhängigkeit insbesondere von China zu reduzieren. Die Richtung ist vorgezeichnet und es wird bis zu einem gewissen Grad zu einer De-Globalisierung kommen. Wird sie substantiell ausfallen und lange anhalten? Das ist zumindest fraglich. Der globale Wettbewerb ist nicht ausser Kraft gesetzt. Langfristig wird die Effizienz bei der Erstellung und im Vertrieb von Gütern wieder vermehrt in den Vordergrund rücken (beispielsweise günstige Vorprodukte oder optimierte Lagerhaltung) und dem wirtschaftlichen De-Globalisierungstrend die Spitze brechen.

Thomas Heller  
CIO, Belvédère Asset Management

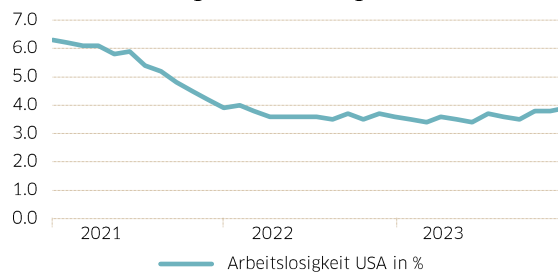
## KONJUNKTUR

Nach dem ausserordentlich hohen Wachstum im dritten Quartal von 5.2% (annualisiert, gegenüber dem Vorquartal) zeigt die US-Konjunktur zusehends Ermüdungserscheinungen. So fiel der Einkaufsmanager-Index der Industrie im Oktober auf 46.7 Punkte, was einer Kontraktion gleichkommt. Weiter lässt das Stellenwachstum nach und die Arbeitslosenrate erreichte mit 3.9% den höchsten Stand seit Januar 2022. In der Eurozone ist das BIP im dritten Quartal leicht geschrumpft. Dabei waren sowohl der Dienstleistungssektor als auch die Industrie schwach. Einer der wenigen Lichtblicke im November war der wieder etwas bessere Ifo-Konjunkturindex in Deutschland.

In China bleibt die Konjunktur angespannt. Auf der einen Seite haben sich der Konsum und die Autoverkäufe im Oktober verbessert. Auf der anderen Seite kommt der Immobilienmarkt nicht vom Fleck. Die Zahl der unverkauften Einheiten ist zu gross und die staatlichen Unterstützungsmassnahmen sind zu wenig wirkungsvoll.

Die weiteren Aussichten präsentieren sich nach wie vor für die USA am besten, wo eine «weiche Landung» das wahrscheinlichste Szenario bleibt. Die Eurozone dürfte in eine technische Rezession rutschen, mit der Chance einer Verbesserung im Frühling. In China bleiben die Risiken am höchsten. Es zeichnet sich immer mehr ab, dass die Probleme am Immobilienmarkt nicht so schnell gelöst werden können. Die getroffenen Massnahmen, inklusive der jüngsten Defiziterhöhung, sollten aber die Gesamtlage zumindest stabilisieren.

### USA: Arbeitslosigkeit zieht langsam an



Quelle: Bloomberg, BAM

## AKTIEN

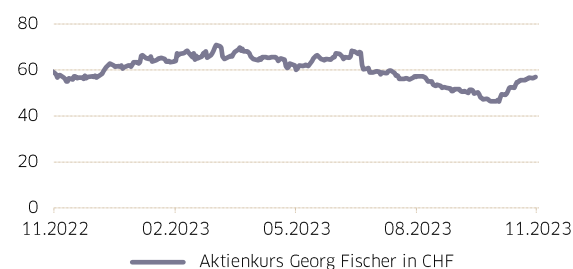
Nach drei schwierigen Monaten setzten die Börsen im November zu einer Erholung an, die den Investoren Kursgewinne von 4.0% (SMI) bis 8.5% (S&P 500) einbrachten. Besonders gefragt waren dabei die Aktien kleinerer und mittlerer Firmen, die zuvor übermässig abgestraft wurden. Beispiele dafür sind Georg Fischer oder Barry Callebaut. Hauptgrund für die Kurs-erholung war die Entspannung bei den Zinsen am langen Ende. Zudem half der tiefere Ölpreis.

Wie stehen nun die Chancen für eine Fortsetzung der Aufwärtsbewegung an den Börsen? Von der makroökonomischen Seite erwarten wir Rückenwind von einer weiter nachlassenden Inflation und einer wirtschaftlichen Aufhellung in der Eurozone im ersten Halbjahr. Zusätzliche Impulse sollte die Saisonalität liefern, das heisst die Monate bis März sind in der Regel ertragsreich für die Börsen.

Investoren in den USA haben USD 5700 Milliarden in Geldmarktanlagen parkiert, die an die Börsen zurückfliessen könnten, sollten die kurzen Zinsen fallen.

Zusammenfassend sind wir für die künftige Börsenentwicklung vorsichtig optimistisch und erwarten leicht höhere Kurse. Für eine noch optimistischere Haltung müsste sich die Stimmung in China aufhellen.

### Georg Fischer auf Erholungskurs



Quelle: Bloomberg, BAM

## ZINSEN

Im vergangenen Monat prägten im Wesentlichen zwei Ereignisse das Geschehen an den Zinsmärkten. Zum einen reduzierte das US-Finanzministerium das Emissionsvolumen neuer Schuldenpapiere leicht, was die Marktteilnehmer beruhigte. Zum anderen überraschte die Inflation im Oktober mit einer Jahresrate von 3.2% positiv. Dadurch sanken die Renditen für zehnjährige US-Staatsanleihen von 5.0% auf 4.3% per Ende November. Tendenziell dürften die Zinsen in den nächsten Monaten weiter nachgeben. Dafür spricht auch die von uns erwartete Abschwächung der Wirtschaft.

Bei der Zinspolitik der Notenbanken gehen wir davon aus, dass diese ihren Erhöhungszyklus abgeschlossen haben. In den USA fällt die Inflation aktuell schneller als von der Fed erwartet. Unter diesem Gesichtspunkt würde es uns nicht überraschen, wenn das Gremium in ihrem Ausblick im Dezember erste Hinweise auf Zinssenkungen im nächsten Jahr geben würde. Dies mit dem Verweis auf die nach wie vor hohen Realzinsen. Die EZB und die SNB dürften hier vorsichtiger sein und die Leitzinsen erst nach den USA senken.

Anlageklassen	Einschätzung	Kommentar
<b>Anleihen</b>		
Staatsanleihen		Die Fed könnte bald Hinweise auf Zinssenkungen im nächsten Jahr geben. Die Zinsen am langen Ende dürften in der Tendenz weiter sinken.
Unternehmensanleihen		
<b>Aktien</b>		
Schweiz		Die Börsen zeigten im November eine starke Aufwärtsbewegung. Der Inflationsausblick, die Saisonalität und viel Geld an der Seitenlinie stimmen uns vorsichtig optimistisch für die weitere Börsenentwicklung.
Eurozone		
Grossbritannien		
USA		
Schwellenländer		
<b>Immobilien</b>		
Schweiz		Die tieferen Zinsen haben die Kurse von Immobilienanlagen im November angetrieben. Die Bewertungen sind nach wie vor attraktiv.
<b>Rohstoffe</b>		
Öl		Gold profitierte von den tieferen Zinsen und dem schwächeren US-Dollar. Das Öl gewinnt auf dem tieferen Niveau wieder an Attraktivität.
Gold		

unattraktiv attraktiv aktuelle Einschätzung der Anlageklasse

### Impressum

© BAM 2023. Alle Rechte vorbehalten. | Herausgeber: Belvédère Asset Management AG | Autoren: Thomas Heller, Matthias Wullschleger | Redaktionsschluss: 29.11.2023

### Disclaimer

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.