



BELVÉDÈRE
Asset Management

Mai 2024

ZINSEN – QUO VADIS?

MARKT- PERSPEKTIVEN

ZINSEN – QUO VADIS?

Nachdem sich die Entwicklung der langfristigen Zinsen in den USA gegen Ende 2023 deutlich entspannte, setzte in diesem Jahr eine markante Gegenbewegung ein - mit den Höchstständen von 5% in Griffweite.

Was ist passiert? Einerseits präsentiert sich die US-Wirtschaft einmal mehr besser als erwartet, die von nicht wenigen Marktteilnehmern prognostizierte Rezession ist weiter in die Ferne gerückt. Andererseits ist die Inflation hartnäckiger, insbesondere der Inflationsreport vom März lässt kaum Fortschritte erkennen (mehr dazu auf Seite 4). Diese Faktoren führten dazu, dass der Markt nur noch gut eine Zinssenkung bis Ende Jahr erwartet, deutlich weniger als die fünf zu Jahresbeginn. Hinzu kommt eine



weitere unangenehme Tatsache: die steigende Staatsverschuldung in den USA. Das erwartete Budgetdefizit für 2024 beträgt 5.6% vom Bruttoinlandprodukt (BIP) und soll sich gemäss Prognosen des Congressional Budget Office (CBO) in Zukunft nicht ändern. Das hängt auch mit dem steigenden Zinsaufwand zusammen. Die Staatsverschuldung kratzt in diesem Jahr an der 100% Marke, vor der Covid-Krise lag sie bei unter 80% vom BIP. Die Krux liegt in der Finanzierung. Das Treasury muss in diesem Jahr einen Drittel aller ausstehenden Anleihen oder USD 8'900 Mrd. refinanzieren. Dabei will man - im Gegensatz zu 2023 - vermehrt längerfristige Anleihen ausgeben. Die nächsten Auktionen stehen in der zweiten Mai-Woche an. Angesichts der steigenden Staatsverschuldung und der hartnäckigen Inflation von gegenwärtig 3.5% besteht das Risiko, dass solche Papiere nicht mehr reissenden Absatz finden. Mit anderen Worten könnten Investoren zunehmend eine Risikoprämie für längere Laufzeiten fordern, eine sogenannte Term Premium.

Auf der positiven Seite steht das wahrscheinliche Ende des Bilanzabbaus durch die US-Notenbank, nachdem die Bilanz in zwei Jahren um etwa 18% verkürzt wurde. Damit müssten Investoren weniger Staatsanleihen absorbieren. Ein solcher Schritt würde indes nur für eine kurzfristige Linderung sorgen. Eine nachhaltige Lösung, die eine Begrenzung des Ausgabenwachstums beinhalten müsste, ist nicht in Sicht. Sollte Donald Trump erneut zum Präsidenten gewählt werden, dürfte sich das Problem eher noch verschärfen, denn dieser ist nicht als Sparfuchs bekannt. Es besteht somit ein nicht vernachlässigbares Risiko von Turbulenzen am US-Bondmarkt im Jahresverlauf.

Was sind die Folgen für Schweizer Staatsanleihen? Die Situation in der Schweiz ist eine andere. Erstens ist die Inflation besser unter Kontrolle und mit aktuell 1.0% bereits wieder sehr tief. Zweitens ist die Staatsverschuldung mit etwa 18% vom BIP weltweit eine der niedrigsten. Auch wenn sich Zinsen häufig parallel bewegen und die Renditen in der Schweiz tief sind, erscheint das Risiko für einen merklichen Zinsanstieg in der Schweiz gering.

Giorgio Saraco
CEO, Belvédère Asset Management

KONJUNKTUR

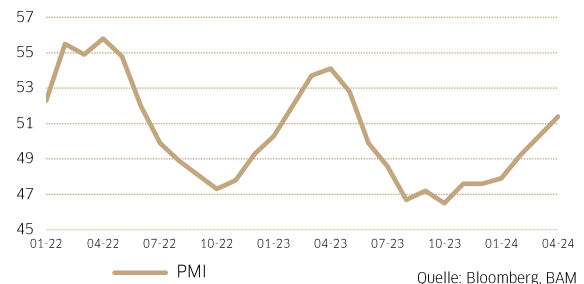
Das BIP-Wachstum hat sich in den USA im 1. Quartal zwar von 3.4% auf 1.6% (annualisiert, ggü. Vorquartal) deutlich verlangsamt, ist aber immer noch sehr solide. Gründe dafür waren ein tieferer Staatskonsum und höhere Importe. Auf der positiven Seite stand der robuste Privatkonsum wie ein Fels in der Brandung. Allerdings blieb der Preisdruck hoch, was Stagflationsängste auslöste.

Nach einer längeren Durststrecke scheint sich das Bild in der Eurozone langsam aufzuhellen. Getrieben von besseren Aussichten im Dienstleistungssektor erreichte der Einkaufsmanagerindex PMI, der die Gesamtwirtschaft abbildet, den höchsten Stand seit elf Monaten. Auf der Länderebene hellen sich auch in Deutschland die Aussichten auf. Gemäss dem ifo Konjunkturindex sind die Unternehmen so zuversichtlich wie seit dem April 2023 nicht mehr. Gleichzeitig verbessert sich das von der GfK erhobene Konsumentenvertrauen.

Damit stehen aus unserer Sicht die Chancen gut, dass die deutsche Wirtschaft zusammen mit der europäischen im Jahresverlauf Fahrt aufnimmt.

Davon dürfte in der Folge auch die Schweizer Wirtschaft profitieren, bei der insbesondere der Exportsektor momentan unter einer schwachen Nachfrage leidet. In der Zwischenzeit bringt der schwächer gewordene Franken eine willkommene Erleichterung.

Eurozone: Einkaufsmanagerindex PMI



AKTIEN

Die Aktienmärkte konnten ihren Schwung vom 1. Quartal nicht in den Monat April mitnehmen und es kam zu einer Konsolidierung. Hauptgrund dafür war die hartnäckige Inflation in den USA, die zu einem Anstieg der langfristigen Zinsen führte. Entsprechend verpuffte auch die Zinssenkungsfantasie im Markt. Damit resultierte im April für die Börsen folgende Bilanz: SPI -2.0%, Euro Stoxx -0.8% und S&P 500 -2.6%. Bei letzterem erwiesen sich die zuvor gestiegenen Tech-Werte als Bremsklotz. Bei den Schweizer Einzeltiteln enttäuschte Roche einmal mehr, währenddem Novartis die Erwartungen zu übertreffen vermochte. Gut unterwegs ist auch der Lifthersteller Schindler. Die Firma profitiert aktuell von Modernisierungen bestehender Systeme sowie vom Service-Geschäft.

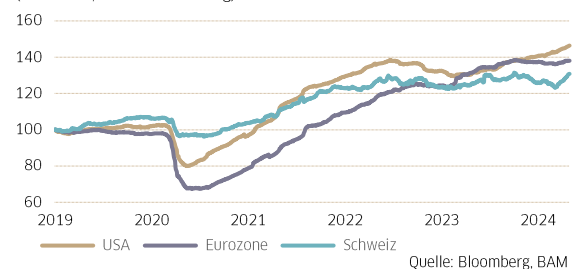
Wie geht es an den Börsen weiter? Auf der positiven Seite steht sicherlich das Wirtschaftswachstum. Dieses dürfte in den USA gut bleiben und in der Eurozone erwarten wir eine Verbesserung.

Zudem sind die Unternehmen solide aufgestellt und steigern ihre Gewinne weiter. So auch in den USA: In der noch laufenden Berichtssaison fürs 1. Quartal haben die Firmen die Erwartungen bis jetzt um hohe 8.4% übertroffen und das Gewinnwachstum gegenüber dem Vorjahr beträgt ca.8%. Für den Schweizer Markt kommt der schwächere CHF als positiver Treiber hinzu.

Als Risiken sehen wir die auslaufende Saisonalität, die bereits relativ hohen Bewertungen und die geopolitischen Spannungen, die sich über einen höheren Ölpreis negativ auf die Märkte übertragen könnten.

Gewinnschätzungen steigen weiter

(indexiert, in Lokalwährung)



ZINSEN

Zinsbestimmend im April war der Inflationsreport aus den USA vom März. Die Teuerung stieg im Monatsvergleich mit 0.4% stärker als erwartet und die Kernrate blieb gegenüber dem Vorjahr bei vergleichsweise hohen 3.8% stehen. Positiv sind die sinkenden Güterpreise. Auf der anderen Seite ist die Disinflation beim Wohnen zum Stillstand gekommen. Wohnen ist gegenüber dem Vorjahr 5.7% teurer und wegen des hohen Gewichts von 36% im Warenkorb ein signifikanter Inflationstreiber. Aufgrund fallender Angebots-

mieten gehen wir davon aus, dass sich die Teuerung beim Wohnen im Jahresverlauf abschwächt.

Es besteht jedoch das Risiko, dass die Inflation nicht auf die vom Fed geforderten 2% zurückkommt, sondern sich auf einem höheren Niveau von 2.5% bis 3% einpendelt.

Anlageklassen	Einschätzung	Kommentar
Anleihen		
Staaten		Der Markt preist in den USA nur noch etwa eine Zinssenkung ein. Am langen Ende koppeln sich die US-Zinsen von denen in der Eurozone und der Schweiz ab. Bei den Unternehmensanleihen sind die Renditeaufschläge wenig attraktiv.
Unternehmen		
Aktien		
Schweiz		Die Börsen sind in eine Konsolidierungsphase geschwenkt. Es hat eine Sektorrotation aus der IT in Zyklischer eingesetzt, die sich fortsetzen dürfte. Wir bleiben konstruktiv für den Gesamtmarkt und erwarten leicht höhere Kurse.
Eurozone		
Grossbritannien		
USA		
Schwellenländer		
Immobilien		
Schweiz		Bei den Schweizer Immobilien sind Wohnimmobilien mittlerweile fair bewertet, währendem Gewerbe noch Aufholpotential hat.
Rohstoffe		
Öl		Öl ist fundamental fair bewertet, könnte aber wegen geopolitischer Risiken weiter steigen. Gold dürfte nach den hohen Gewinnen eine Verschnaufpause einlegen.
Gold		

unattraktiv attraktiv aktuelle Einschätzung

Impressum

© BAM 2024 Alle Rechte vorbehalten.
Herausgeber: Belvédère Asset Management AG
Autoren: Giorgio Saraco, Matthias Wullschleger
Redaktionsschluss: 29.4.2024



Matthias Wullschleger
Senior Investment Analyst

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 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.