



Strategie
Update

Vorwort von Steffen Bauke, CEO

Liebe Investorinnen, liebe Investoren

Zinsen: «higher for longer» - Katerstimmung am Markt

Wer gedacht hat, die Notenbanken würden die Zinsen bereits Ende 2023 oder Anfang 2024 wieder senken, wurde eines Besseren belehrt. Die Inflationszahlen kommen zwar in allen Industrieländern langsam zurück, aber die Wirtschaft vor allem in den USA bleibt robust. Der Arbeitsmarkt dort ist weiterhin zu stark und übt somit Inflationsdruck auf die Löhne aus. Aus diesem Grund hat die US-Notenbank FED ihr Wording im September angepasst und spricht von Zinssenkungen frühestens Ende 2024 («higher for longer»). Auch wenn der Anstieg der Leitzinsen erst einmal eine Pause eingelegt hat (USA und SNB), bzw. langsam auslaufen dürfte (EZB), bereiten die am langen Ende deutlich gestiegenen Zinsen in den USA den Investoren zunehmend Kopfzerbrechen. In der Folge litten die Aktienkurse, denn für die Bewertungen der Unternehmen ist die Abdiskontierung inzwischen ein erheblicher Faktor geworden. Anfang Oktober sind die Renditen für 10-jährige US Treasuries nahe der 5% Marke. Dieser Bereich gilt historisch betrachtet oft als Wendepunkt im Markt, denn «sicheres Geld» bzw. sichere Rendite wird gegenüber Aktien nun zur validen Alternative. Nach der Sommerflaute an den Börsen hat der September auch dieses Jahr einmal mehr bewiesen, dass er oft der schlechteste Börsenmonat des Jahres ist. Während noch im Laufe des Jahres Sektorrotationen den Markt beherrschten und nur 7 Unternehmen aus dem S&P 500 den Index antrieben und zugleich 493 Aktien mehr oder wenig an Ort traten, verlor der Aktienmarkt in den Sommermonaten und speziell im September in der Breite an Wert. Sowohl in den USA als auch in Europa sahen wir Korrekturen je nach Index von 5-9% im Laufe der

letzten Wochen. Wir sollten uns aber davon nicht verunsichern lassen, denn inzwischen sind einige Aktien und Sektoren wieder deutlich attraktiver geworden und bieten für langfristig orientierte Anleger Chancen. Wichtig dabei ist, nur in solchen Sektoren und Unternehmen investiert zu sein, die gerade bei deutlich gestiegenen Zinsen solide Bilanzen mit geringer Verschuldung aufweisen und zudem in der Lage sind, die Inflation über Preissteigerungen weiterzugeben. Mit Zinsen nahe – oder wie in den USA über – der Inflationsrate sollten Obligationen auch wieder langsam Einzug in ausgewogene Strategien als Alternative zu guten Aktien finden.

Zürich, 6. Oktober 2023

Steffen Baude

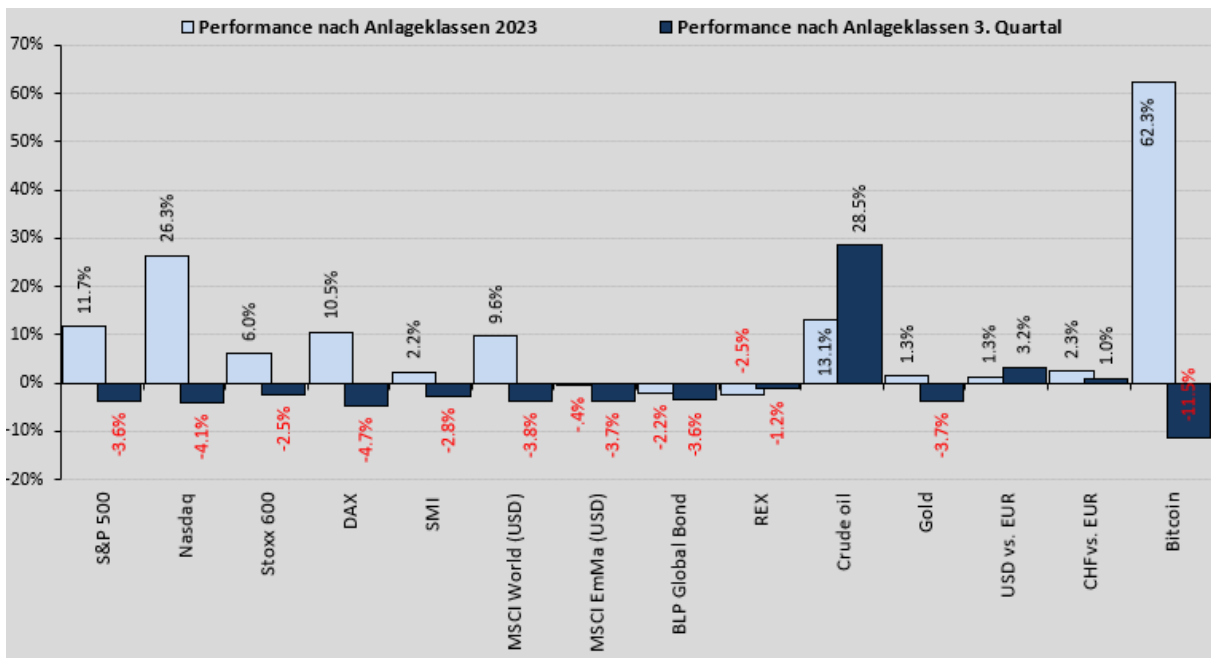
Strategie-Update 3. Quartal 2023

6. Oktober 2023

Rückblick - Quartal im Korrekturmodus

Im dritten Quartal bzw. ab Ende Juli befanden sich die Finanzmärkte in einem Korrekturmodus. Schlechte Konjunkturdaten vor allem für Europa, steigende Renditen und Lohnkosten insbesondere in den USA, höhere Ölpreise sowie zurückgenommene Wachstumsraten für die Weltwirtschaft für das nächste Jahr belasteten die Börsen. Generell sind August und September auch saisonal eher schlechte Börsenmonate. Der S&P 500 büsste im dritten Quartal 3.65% ein, der DAX 4.71% und der SMI 2.81%. Die „glorreichen 7 US-Techwerte“, die im ersten Halbjahr im Wesentlichen für höhere Indices verantwortlich waren, verloren im Schnitt 7% (Apple 11.7%, Microsoft 7.3%). Bezogen auf Sektoren konnten Energie und Versorger leicht zulegen, während IT und Grundstoffe am meisten verloren. Augenfällig waren im dritten Quartal vor allem die höheren Renditen an den Bondmärkten. Die Rendite von 10-jährigen US-Treasuries stieg vom 30.6. bis zum 30.9. von 3.85% auf 4.66%, jene von 10-jährigen deutsche Bundesanleihen stieg von 2.39% auf 2.93%. Anleger von 10-jährigen US-Treasuries mussten aufgrund der Renditesteigerung Kursverluste von 6.5% innert 3 Monaten hinnehmen. Die wichtigsten Währungspaare wie EUR/USD und EUR/CHF veränderten sich gegenüber dem 30.6. nur wenig. Aufgrund teils unerwarteter Notenbankentscheide und neuen Zinserwartungen kam es aber im September zu Anpassungen bzw. einem stärkeren USD. Der EUR/USD notierte am 18.7. am schwächsten bei 1.124, konnte aber auf Ende Quartal auf 1.0590 zulegen. Gold in USD/oz verlor im 3. Quartal 3.68%. In EUR oder CHF gerechnet notiert Gold aufgrund des stärkeren USD praktisch unverändert.

Entwicklung ausgewählter Märkte in lokaler Währung



Quelle: Bloomberg

Konjunktur – büsst an Dynamik ein

Die Wirtschaft in den USA hat hohe Resilienz gezeigt und die Wahrscheinlichkeit einer Rezession hat sich verringert. Der Ausdruck „weiche Landung“ ist mittlerweile in der Presse häufiger zu lesen als „Rezession“. Die Wirtschaft der Eurozone wirkt demgegenüber zunehmend fragil und dürfte bereits im 3. Quartal leicht schrumpfen. Die EZB hat die Prognosen für das Wachstum zurückgenommen; für 2023 auf 0.8% (vormals 0.9%) und für 2024 auf 1.0% (vormals 1.5%). Die europäischen Einkaufsmanagerindizes haben sich im September stabilisiert, aber auf einem besorgniserregend tiefen Niveau. Für die Industrie in der Eurozone ist der Wert auf 43.4 gesunken. Das Ifo-Institut meldet für den Geschäftsklimaindex am 25.9. einen Rückgang auf 85.0 Punkte (von 85.7), was die Rezessionsorgen verstärkt. Deutschland dürfte zu den wenigen Ländern gehören, wo die Wirtschaft in diesem Jahr schrumpft. Die Prognosen der OECD für das Weltwirtschaftswachstum für 2023 wurden von gut 3% auf 2.7% nach unten korrigiert. Dies unterstreicht die schwache Dynamik ausserhalb der USA und China. Trotz Rückgang steuert China 2023 aber fast die Hälfte zum globalen Wachstum bei. Für 2024 wird für die Weltwirtschaft ein Wachstum von 2.9% vorausgesagt, das ist unterhalb des langfristigen Wachstumstrends.

Inflation – überraschende Fortschritte in Europa

Die Verbraucherpreise in den USA stiegen im August in den USA um 3.7% nach 3.2% im Juli. Teils waren höhere Energiepreise dafür mitverantwortlich. Die Kerninflation war rückläufig, von 4.7% auf 4.3%. Für Europa veröffentlichte das Statistikamt Eurostat am 29.9. überraschend deutlich tiefere Inflationszahlen. Die Inflationsrate, die im Oktober 2022 noch bei 10.6% lag, sank im September 2023 auf 4.3% (Vormonat 5.2%). Auch in Deutschland kam die Inflation überraschend auf 4.3% zurück (Vormonat 6.45%). Zwar ist man vom 2%-Ziel noch ein gutes Stück entfernt, die jüngsten Daten indizieren aber, dass die Zinssatzerhöhungen Wirkung zeigen, und dass man auf dem richtigen Weg ist. Die Jahresinflation in der Schweiz betrug im August 1.6%. Dies dürfte aber nicht so bleiben. Die Mieten werden im November aufgrund eines höheren Referenzzinssatzes nochmals steigen, Strom wird 2024 28% teurer, die SBB erhöht die Tarife und im nächsten Januar wird schliesslich die Mehrwertsteuer auf 8.1% erhöht. All dies dürfte die Inflation nochmals über das Zielband von 0 - 2% hinausbringen.

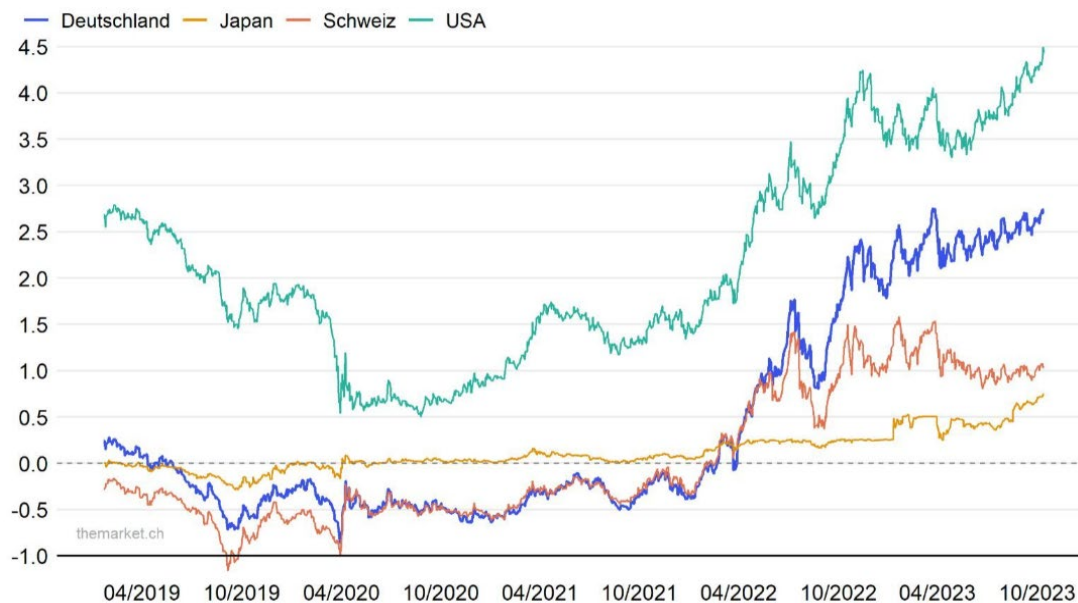
Notenbanken – «auf der Zielgeraden» aber «höheres Niveau für länger»

Die westlichen Zentralbanken haben den geldpolitischen Straffungskurs beendet oder stehen kurz davor. Wie von den Finanzmärkten erwartet, belies die Fed den Leitzins am 20.9. in der Spanne von 5.25 - 5.5%. Die wichtigste Botschaft der Fed im September war, dass die Zinsen nicht mehr unbedingt viel höher steigen werden – aber, dass sie für längere Zeit auf diesem Niveau verharren werden. Die Fed hält sich jedoch die Tür für eine weitere Straffung der Geldpolitik im vierten Quartal offen. Gingen die Finanzmärkte noch vor kurzem davon aus, dass es zu Beginn 2024 in den USA zu ersten Zinssatzsenkungen kommen könnte, hat sich diese Erwartung auf die zweite Jahreshälfte 2024 verschoben. Die EZB hat am 14.9. den Leitzins das zehnte Mal in Folge auf 4.5% angehoben. Die Inflation ginge gemäss Christine Lagarde wohl zurück, es werde jedoch erwartet, dass diese noch länger auf einem erhöhten Niveau bleiben werde. Die Zinsen seien nun auf einem Niveau, dass der Inflation entgegenwirke. Die Mehrheit der Marktteilnehmer geht davon aus, dass wir auf diesem Niveau ohne weitere Erhöhungen länger bleiben werden. Wohl eher überraschend legte die Schweizerische Nationalbank am 21.9. nach fünf Leitzinserhöhungen eine Zinspause ein und belies den Leitzins bei 1.75%.

Anleihenmärkte - interessant aufgrund höherer Renditen

Wie im Rückblick bereits festgehalten sind die Renditen – vor allem im USD-Bereich – im dritten Quartal deutlich gestiegen. Die Rendite für 10-jährige US-Treasuries ist per 29.9. mit 4.66% so hoch wie seit 17 Jahren nicht mehr. Damit sind auch die Realzinsen in den USA deutlich angestiegen. Generell sehen wir die Renditen in den meisten Märkten über die nächsten Quartale nach unten korrigieren. Dies macht es sehr unwahrscheinlich, dass im Gegensatz zu 2022 in den nächsten 12 Monaten negative Renditen mit Anleihen erwirtschaftet werden. Anleihen – vor allem in USD – sind zu Aktien eine echte Alternative. Für unsere Kunden bleiben wir u.a. in diversifizierten Anleihefonds investiert, die auch Firmenanleihen und nachrangige Anleihen beinhalten.

Renditen auf zehnjährige Staatsanleihen

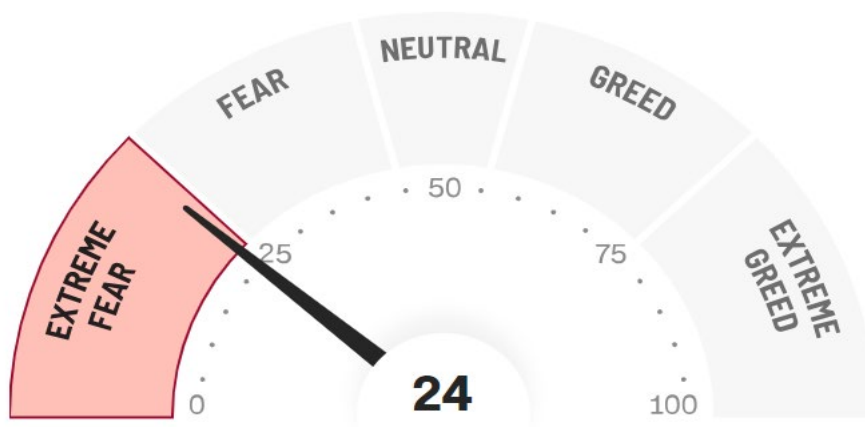


Quelle: themarket.ch; Bloomberg

Aktienmärkte – Geduld wird sich auszahlen

Die positiven Renditen der Aktienmärkte sind fast ausschliesslich auf das erste Halbjahr zurückzuführen, in welchem wenige US-Techwerte die amerikanischen Märkte beflügelt haben. Der Risikoappetit der Anleger hat im 3. Quartal abgenommen. Der „Fear & Greed Index“ hat von „extreme Greed“ im Juni auf „extreme Fear“ im September gedreht.

Fear & Greed Index



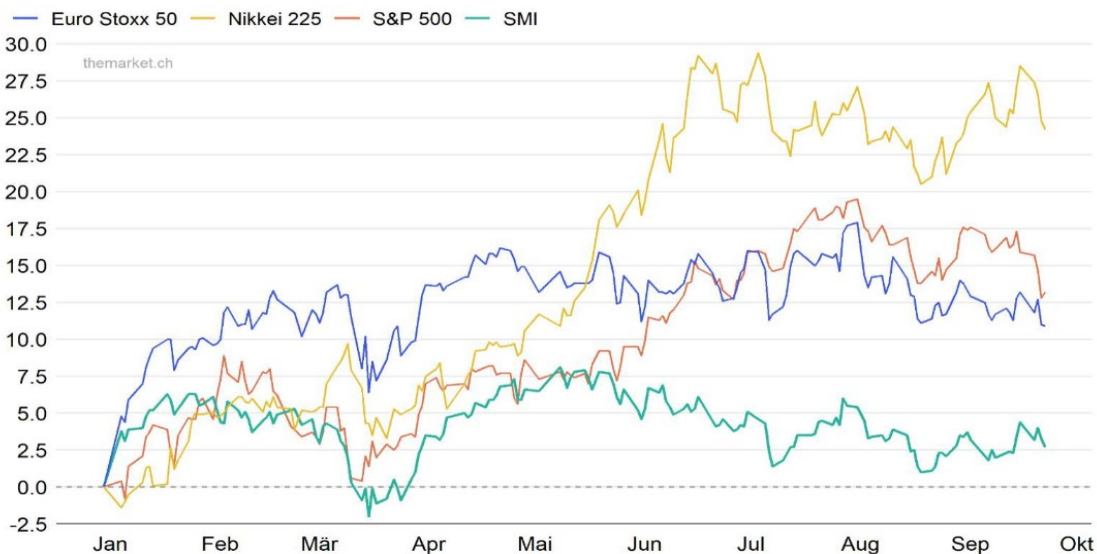
Quelle: CNN Business

Nach einem positiven 1. Halbjahr 2023 erfolge im August ein Rücksetzer. Konjunktursorgen, vor allem in Europa, und Ängste, dass die Zinsen für eine längere Zeit erhöht bleiben könnten, holten die Aktienmärkte ein. Mit Blick auf das dritte Quartal sind alle bekannten Indices im Minus. Zu den diesjährigen Gewinnern gehören neben US-Techwerten u.a. Japan, Italien und Spanien, wobei auch bei letzteren die Gewinne im ersten Halbjahr gemacht wurden. Der DAX und der Euro Stoxx sind für das ganze Jahr 2023 mit 10.5% bzw. 10.0% im oberen Mittelfeld. Stark zurück blieb der schweizerische SMI, der 2023 nur 2.2% höher notiert. Unsere im letzten Quartalsbrief geäußerte Annahme, dass „Value over Growth“ besser performen sollte, hat sich noch nicht bewahrheitet. Schweizer Aktien, auch wenn nicht billig aber mit guter Dividendenrendite, betrachten wir nach wie vor als sicheren Hafen. Auch sind die Dividendenrenditen von ca. 3% im Vergleich zu den Anleiherenditen interessant.

August und September sind auch saisonal selten gute Börsenmonate. Wir glauben, dass nun viel Negatives vorweggenommen wurde und die Anlageklasse Aktien das Schlimmste überstanden

hat. Wir erwarten in den nächsten Quartalen fallende Renditen, einen schwächeren USD, etwas tiefere Ölpreise und wieder bessere Firmenergebnisse vor allem in den USA; Faktoren, die dieser Anlageklasse Aufwind geben sollten.

Kursentwicklung seit Januar 2023

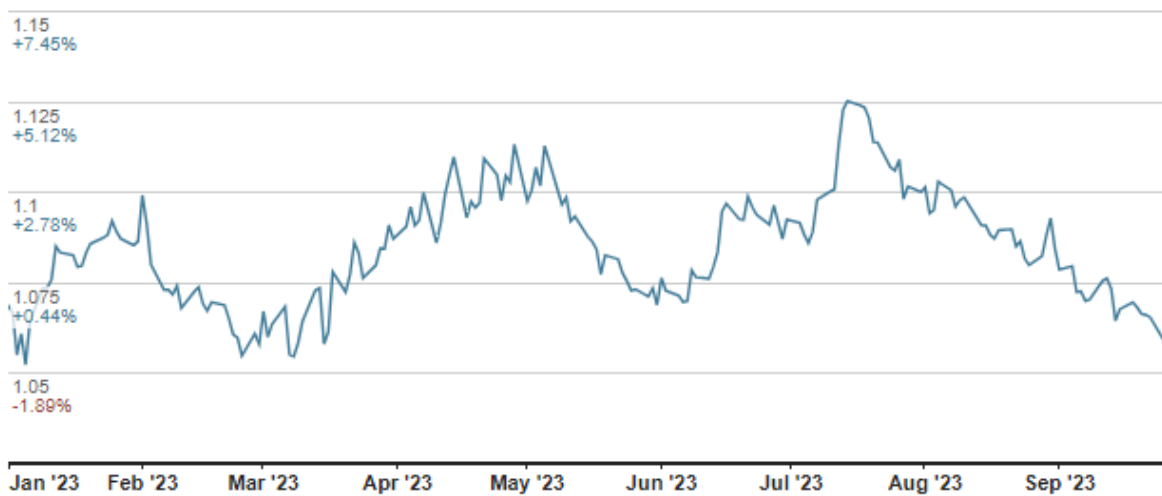


Quelle: themarket.ch; Bloomberg

Währungen – USD bald wieder schwächer?

In den letzten Monaten und kurzfristig haben sich die Aussichten für den USD verbessert. Die US-Wirtschaft zeigt sich robuster als erwartet und die hohen Zinsen machen Investments in USD attraktiv. Zudem gehen die Marktteilnehmer davon aus, dass auch die USD-Zinsen länger auf einem höheren und damit attraktiveren Niveau bleiben werden. Der USD hat von seinem Tief am 14.7. bei EUR/USD 1.1250 7% dazugewonnen. Auch wenn Zinssatzsenkungen in den USA später als noch vor kurzem gedacht kommen werden, sind die USA Europa zeitlich voraus. Wir gehen davon aus, dass sich der USD mit ersten Zinsreduktionen wieder abschwächt. Auch gegenüber dem CHF konnte der USD seit Mitte Juli gute 7% zulegen. Die unerwartete Zinspause durch die SNB hat den CHF etwas unter Druck gebracht.

EUR/USD



Quelle: Quotes, UBS

Gold – erst mit sinkenden Realrenditen wieder attraktiver

Gold in USD/oz hat im 3. Quartal 3.68% verloren. Vor allem zwei Faktoren sorgten dafür, dass Gold nicht höher gehandelt wurde. Zum einen war es der höhere Dollar und zum anderen sind die Renditen langfristiger US-Anleihen weiter gestiegen. Bleiben die Renditen auf dem aktuellen Niveau wird Gold kaum profitieren. Es geht heute darum, wie lange die Zinsen auf dem hohen Niveau bleiben werden und nicht mehr darum, wie hoch die Zinsen steigen werden. Investoren haben aufgrund dieses Umfeldes Goldbestände über Futures und ETFs reduziert. Die Zentralbanken waren andererseits mit Rekordkäufen aktiv und haben den Trend von 2022 aufrechterhalten. In dem letzten 12 Monaten hat sich die Zentralbanknachfrage auf 1'136 Tonnen mehr als verdoppelt und den höchsten Wert seit 55 Jahren erreicht. Positiv auf Gold dürften sich die sinkenden Inflationsraten auswirken. In Erwartung einer schwächeren US-Wirtschaft, weiter bestehenden geopolitischen Spannungen und einer ersten Zinssatzsenkung der Fed in der zweiten Jahreshälfte 2024 behalten wir unsere Gewichtung für Gold bei.

Gold USD/oz, 50- und 200-Tage Linie (rot)

Quelle: statistica.ch

Fazit - Ausblick

Wir erlauben uns die ersten Sätze unseres Berichtes vom 2. Quartal nochmals zu zitieren. „Als Investor gilt es, in Zeiten von schwierigeren Konjunkturphasen geduldig zu sein und kurzfristigen negativen Schlagzeilen und Enttäuschungen nicht zu viel Gewicht beizumessen. Richtiges Timing an den Aktienmärkten ist fast unmöglich.“ Der Strauss der Börsen- und Wirtschaftsnachrichten wird sich wieder verbessern. Solange wir diversifiziert in Qualitätstitel investiert sind, dürfen wir gelassen bleiben. Anleihen sind auf dem heutigen Renditeniveau eine gute Alternative zu Aktien. In Gold bleiben wir aufgrund der vorstehend genannten Argumente investiert.

Wir danken für Ihr Vertrauen und stehen für weitere Informationen und Fragen jederzeit zur Verfügung.

Ihr Belvoir Team

Autoren: René Stoll, Steffen Bauke

Diese Publikation dient ausschliesslich zu Ihrer Information und stellt kein Angebot, keine Offerte oder Aufforderung zur Offertenstellung und/oder zum Kauf oder Verkauf von Anlageprodukten dar. Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus zuverlässigen Quellen. Dennoch lehnt die BELVOIR CAPITAL AG jede vertragliche oder stillschweigende Haftung für falsche oder unvollständige Informationen ab. Alle Informationen und Meinungen können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern.

KONTAKT

BELVOIR CAPITAL AG
Beethovenstrasse 9
CH-8002 Zürich
+41 (0) 44 206 30 40
info@belvoircapital.com

