



BENDURA BANK  
BENDURA BANK AG · LIECHTENSTEIN

# ANLAGEAUSBLICK NOVEMBER 2023

Die weltweiten Aktienmärkte erlebten eine turbulente Zeit, wobei sich der Verkaufsdruck in den letzten Oktoberwochen verstärkte. Auslöser dafür waren steigende Renditen, die zunehmende Unsicherheit im Nahen Osten und enttäuschende Unternehmensgewinne. Es ist bemerkenswert, wie widerstandsfähig die US-Wirtschaft ist, wenn man bedenkt, dass noch vor zwei Monaten kaum jemand ein reales Wachstum von annähernd 5 % erwartet hatte. Gleichzeitig beschloss die US-Notenbank trotz des robusten Wachstums, keine Maßnahmen zur Anhebung der Zinsen zu ergreifen.

Trotz des robusten Wirtschaftswachstums und der soliden Quartalsgewinne in den USA haben die Märkte immer wieder Korrekturen vorgenommen. Die Anleger hoffen nun auf eine Jahresendrallye, doch insgesamt scheint die vorherrschende Dynamik auf einen Abwärtstrend hinzudeuten. Während sich die Bewertungen in den letzten Monaten etwas abgeschwächt haben, was eine gewisse Erklärung liefert, werden die Prognosen für die künftigen Gewinne in den kommenden Quartalen nach unten korrigiert. Dies deutet darauf hin, dass die Bewertungen noch Spielraum für Anpassungen haben könnten. Hinzu kommt die nach wie vor bestehende geopolitische Unsicherheit. Während die Anleger die Unruhen im Nahen Osten größtenteils übersehen haben und Gold als traditioneller sicherer Hafen fungiert, bleibt die nicht zu vernachlässigende Möglichkeit einer erheblichen Eskalation, die mehrere Länder betrifft, bestehen.

Da jede Art von Markt-Timing schwierig ist, insbesondere im Gefolge einer Rezession, die für die erste Hälfte des Jahres 2024 erwartet wird, ist eine defensive Positionierung der Basisfall. Wir tendieren zu einer risikoarmen Portfoliostrategie, mit einer geringeren Allokation in Aktien und Krediten und einer höheren Allokation in Staatsanleihen.

## BENDURA Anlagepolitik



Die Begriffe attraktiv / unattraktiv beschreiben das Renditepotenzial der verschiedenen Anlageklassen. Eine Anlageklasse gilt als attraktiv, wenn ihre erwartete Rendite über der lokalen Cash-Rate liegt. Sie gilt als unattraktiv, wenn die erwartete Rendite negativ ist. Sehr attraktiv / sehr unattraktiv bezeichnen die Einschätzungen des BENDURA Anlagekomitees mit der höchsten Überzeugung. Der Zeithorizont für diese Einschätzungen beträgt 3-6 Monate.

\*ab April 2023 werden die Positionen des Vereinigten Königreichs und der Schweiz in die Eurozonen-Strategie implementiert.

## Weltwirtschaft

In diesem Monat erlebten die globalen Märkte nach dem Angriff der Hamas auf Israel einen weiteren Schock an der geopolitischen Front. Obwohl es unbestreitbar ist, dass dieser Konflikt eine bedeutende humanitäre Krise darstellt, scheinen die Kapitalmärkte unbeeindruckt zu sein. Obwohl es in letzter Zeit zu einem Ausverkauf an den Märkten kam, ist es schwierig, diesen direkt mit der Situation im Nahen Osten in Verbindung zu bringen. Überraschenderweise stieg der S&P 500 um 1,6 %, was nicht die typische Reaktion auf einen geopolitischen Schock war. Selbst die konfliktnahen Aktienmärkte von Saudi-Arabien über Ägypten bis hin zu den Golfstaaten verzeichneten nur sehr bescheidene Rückschläge.

Im Oktober hielt die Europäische Zentralbank (EZB) ihre geldpolitische Sitzung ab, auf der sie angesichts einer unerwartet starken Abschwächung der Inflation und einer Verlangsamung der Wirtschaftstätigkeit darauf bedacht zu sein schien, Störungen zu minimieren und wichtige Entscheidungen bis zur Veröffentlichung der nächsten Wirtschaftsprognosen im Dezember zu verschieben. Diese Pause im Zinserhöhungszyklus in Verbindung mit den schwächeren Wirtschaftsindikatoren bestärkte die Annahme, dass die Zentralbank wahrscheinlich die letzte Zinserhöhung erreicht hat. Folglich wird sich die Aufmerksamkeit nun auf die Dauer der restriktiven Geldpolitik verlagern. An den Finanzmärkten wird nach wie vor die Möglichkeit einer ersten Zinssenkung im Juni 2024 in Betracht gezogen. Die deutsche Inflation ist schneller als erwartet zurückgegangen und hat mit 3 Prozent die niedrigste Jahresrate seit Juni 2021 erreicht. Dieser Rückgang des Preiswachstums im September war in erster Linie auf den ersten Rückgang der Energiepreise seit Anfang 2021 zurückzuführen. Außerdem zeigten separate Daten, dass die deutsche Wirtschaft im dritten Quartal schrumpfte. Die stagnierende Wirtschaft trägt zu einem raschen Rückgang des Preisdrucks bei, nachdem die Lebenshaltungskosten im vergangenen Jahr so stark angestiegen waren wie seit einer Generation nicht mehr. Diese Situation unterstreicht die Gründe für die jüngste Entscheidung der Europäischen Zentralbank, ihren Leitzins nach einer Reihe von Zinserhöhungen in letzter Zeit bei 4,5 % zu belassen.

Der jüngste Bericht über das US-Wirtschaftswachstum sorgte für eine große Überraschung, da kaum jemand mit einer realen Wachstumsrate von 5 % gerechnet hatte. Aus diesen Daten gingen zwei Schlüsselthemen hervor: die erneut bemerkenswerte Widerstandsfähigkeit der US-Verbraucher und die eindeutigen Auswirkungen der Steuerpolitik. Die realen Verbraucherausgaben stiegen im Jahresvergleich um 4 %, während die staatlichen Ausgaben und Investitionen, insbesondere in Forschung und Entwicklung (FuE), seit fünf aufeinander folgenden Quartalen kontinuierlich zum Gesamt-BIP beitragen. Das BIP des dritten Quartals ist so stark, dass selbst wenn das Wachstum im vierten Quartal auf Null sinken sollte,

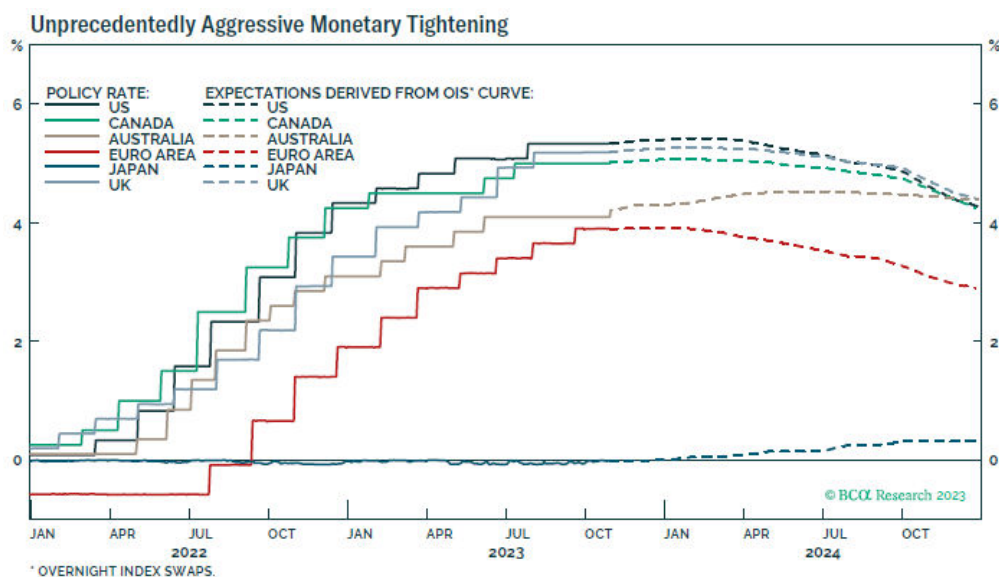


Chart 1: Die aggressive Straffung der Geldpolitik neigt sich dem Ende zu. Quelle: BCA Research, [www.bcaresearch.com](http://www.bcaresearch.com)

das reale BIP für das Jahr immer noch bei 2,3 % liegen würde. Die Veröffentlichung der Unternehmensgewinne steht im Einklang mit einer robusten Wirtschaft. Auch wenn es einige Schwachstellen gibt, wie z. B. Stress bei einkommensschwachen Verbrauchern (der sich in einem Mehrjahrzehnthoch bei den Zahlungsrückständen bei Subprime-Autokrediten zeigt), weisen die wirtschaftlichen Fundamentaldaten des Privatsektors nur geringe Anzeichen einer möglichen Rezession in absehbarer Zukunft auf.

## Aktien

In den letzten Monaten haben die Märkte einen Abschwung erlebt. Die US-Märkte, der DAX und einige asiatische Märkte befinden sich jetzt in einer Korrekturphase und sind gegenüber ihren jüngsten Höchstständen um mehr als 10 % gefallen. Während die wirtschaftlichen Herausforderungen in Europa die Schwäche der europäischen Märkte erklären können, haben selbst der robuste BIP-Bericht und die guten Unternehmensgewinne in den USA nicht ausgereicht, um die Stimmung der Anleger zu verbessern. Es ist wichtig zu wissen, dass die Beziehung zwischen der Wirtschaft und dem Aktienmarkt nicht immer direkt ist, da auch andere Faktoren eine Rolle spielen, wie im Folgenden dargelegt wird.

Die europäischen Aktienmärkte schlossen den dritten Monat in Folge mit Verlusten ab, und der STOXX 600 Index wurde auf dem niedrigsten Stand seit März gehandelt. Die in diesem Monat erlittenen Verluste haben den Stoxx 600 an den Rand seiner Gewinne für 2023 gebracht, was eine potenzielle technische Korrektur bedeutet. Diese Abweichung von dem historischen Muster positiver Oktoberrenditen in den letzten 25 Jahren lässt Zweifel an der Möglichkeit einer Jahresend rally aufkommen. Zwar bieten die technischen Indikatoren und die Marktpositionierung eine gewisse Unterstützung, doch sind sie noch nicht robust genug, um den vorherrschenden makroökonomischen und geopolitischen Herausforderungen entgegenzuwirken.

Im Oktober mussten die US-Aktien einen Rückgang hinnehmen, wobei sowohl der S&P als auch der Nasdaq gegenüber ihren Höchstständen vom Juli um mehr als 10 % nachgaben und in den Korrekturbereich abrutschten. Die großen Technologiewerte verzeichneten zwar Rückgänge, trugen aber dennoch zur Outperformance des offiziellen S&P gegenüber seinem gleichgewichteten Pendant RSP bei, der den Monat mit einem Minus von 4,1 % beendete. Der S&P 500 verzeichnete den dritten monatlichen Rückgang in Folge, die längste Verlustserie seit März 2020, und beendete den Monat mit einem Minus von 2,2 %. Dieser dreimonatige Rückgang der Aktien fiel mit einem dreimonatigen Stopp der Zinserhöhungen zusammen, der längsten Pause seit Beginn der Anhebung der Kreditkosten durch die Federal Reserve. Die Small Caps, die durch den Russell 2000 repräsentiert werden, hatten dagegen einen harten Monat, in dem sie um 6,88 % zurückgingen, und befinden sich nun im negativen Bereich für das Jahr. Der Russell 2000 enthält mehr US-amerikanische Unternehmen, was darauf hindeuten könnte, dass sich die Anleger trotz der jüngsten guten BIP-Zahlen Sorgen um die US-Wirtschaft machen. Der gleichgewichtete S&P 500 befindet sich nach einem Verlust von 4 % im Oktober nun fest im negativen Bereich für dieses Jahr.

Was die "Magnificent 7" betrifft, die einen wesentlichen Anteil an der positiven Jahresperformance des S&P 500 haben, so erscheinen einige der großen Technologiewerte trotz des jüngsten Rückgangs im Vergleich zu historischen Normen immer noch teuer. So wird Microsoft zum Beispiel mit dem 28-fachen der für die nächsten 12 Monate prognostizierten Gewinne gehandelt und liegt damit über dem 10-Jahres-Durchschnitt von etwa 23. Der Kurs von Apple spiegelt etwa das 25-fache der künftigen Gewinne wider, verglichen mit dem historischen Durchschnittsmultiplikator von fast 19. Der S&P 500 weist dagegen ein Vielfaches von 18 auf.

Für Anleger empfiehlt die aktuelle Situation eine vorsichtige Haltung. Es ist noch nicht an der Zeit, übermäßig optimistisch zu werden, sondern es ist besser, sich auf qualitativ hochwertige Unternehmen auf dem europäischen, japanischen und amerikanischen Markt zu konzentrieren, die über eine starke operative Hebelwirkung und solide Bilanzen verfügen.

## Anleihen

Eine wichtige Entwicklung war auf den Anleihemärkten zu beobachten, wo die Renditen den ganzen September über kontinuierlich anstiegen. So stieg beispielsweise die 2-jährige US-Rendite von 3,8 % Anfang Mai auf derzeit 5,1 %. Auch die längerfristigen Zinssätze stiegen nicht nur in den USA, sondern auch weltweit an. Die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen erreichte mit 4,5 % ein 16-Jahres-Hoch, während die Rendite zehnjähriger deutscher Bundesanleihen mit 2,85 % den höchsten Stand seit 2011 erreicht hat. Der Anstieg der Renditen steht in direktem Zusammenhang mit der Markterwartung, dass die höheren Zinssätze länger anhalten werden. Zusätzlicher Druck wurde von der FED ausgeübt, die sich die Möglichkeit offenlässt, die Zinsen in diesem Jahr noch einmal anzuheben. Das derzeitige Umfeld schafft einen günstigen Einstiegspunkt für Staatsanleihen, wo nachlassender Preisdruck, sich ausgleichende Arbeitsmärkte und ein abschreckendes globales Umfeld die Anleihekurse anheben dürften.

Obwohl Hochzins- und Investment-Grade-Unternehmensanleihen einen leichten Aufwärtstrend verzeichneten, haben die schwächeren Fundamentaldaten der Unternehmen und die strengeren finanziellen Bedingungen zu einer Welle von Zahlungsausfällen auf dem Markt für Unternehmenskredite beigetragen. Da die Kreditkosten erheblich gestiegen sind, scheinen Kredite, insbesondere im Hochzinsbereich, wenig wert zu sein.

Daher ändern wir unsere Haltung im Bereich der festverzinslichen Wertpapiere nicht. Wir empfehlen eine Untergewichtung von Krediten aufgrund steigender Ausfälle wegen höherer Zinssätze und bevorzugen Staatsanleihen als gute Absicherung gegen Rezessionsrisiken.

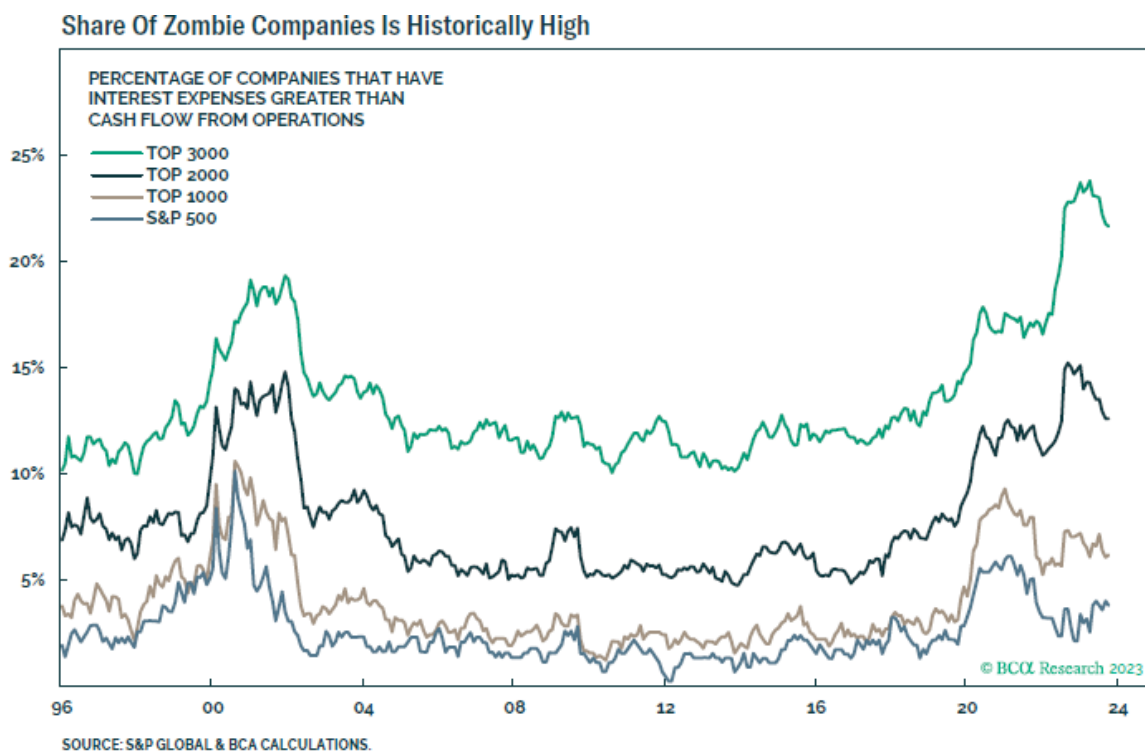


Chart 2: Die steigende Zahl von Zombie-Unternehmen. Quelle: BCA Research, [www.bcaresearch.com](http://www.bcaresearch.com)

## Rohstoffe und Währungen

Der Goldpreis hat sich von seinem Höchststand bei 1800\$ um 7 % erholt und wird jetzt nahe der 2000er Marke gehandelt. Der Ölpreis wird nach wie vor weitgehend durch Angebotsüberlegungen bestimmt. Saudi-Arabien und Russland haben in den letzten Quartalen ihre Produktion gekürzt, um den Preis zu stützen.

Auf der Währungsseite sehen wir für die nächsten Wochen eine Stärke des USD. Der Dollar ist eine antizyklische Währung, da die US-Wirtschaft während globaler Rezessionen tendenziell widerstandsfähiger ist - genau wie in diesem Jahr. Die Währungen der Schwellenländer bleiben anfällig für eine globale Verlangsamung und eine weitere Abwertung des RMB. Wir sehen jedoch ein gewisses Potenzial für den Yen. Die Bank von Japan hat ihre Renditekurvensteuerung erneut angepasst und wird sie in nicht allzu ferner Zukunft abstreifen.

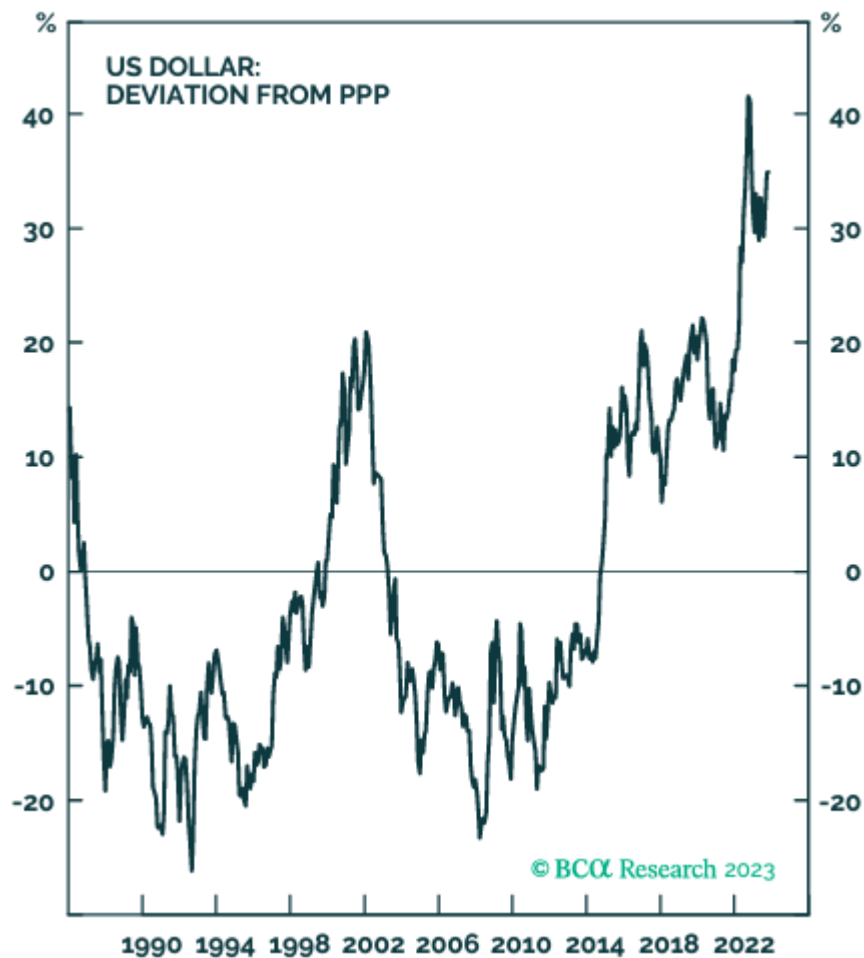


Chart 3: US Dollar weicht von der Kaufkraftparität (PPP) ab. Quelle: BCA Research, [www.bcaresearch.com](http://www.bcaresearch.com)

## Haftungsausschluss

Diese Informationen und Meinungen wurden auf der Grundlage von vertrauenswürdigen und zuverlässigen Informationsquellen bereitgestellt. Die veröffentlichten Informationen wurden mit grösstmöglicher Sorgfalt zusammengestellt. Wir übernehmen jedoch keine Gewähr für die Vollständigkeit, Richtigkeit und Aktualität der in dieser Publikation enthaltenen Informationen. Ihr Inhalt kann sich jederzeit ändern. Die in diesem Dokument geäusserten Meinungen geben die Auffassung der BENDURA BANK AG zu dem in diesem Dokument angegebenen Datum wieder. Es besteht die Möglichkeit, dass der Inhalt früherer und/oder zukünftiger Veröffentlichungen nicht mit dem Inhalt dieses Dokuments übereinstimmt/übereinstimmen wird. Eine Verpflichtung, die Empfänger hierüber zu informieren, besteht nicht.

Die Informationen in dieser Dokumentation stellen weder ein Angebot zum Kauf, Halten oder Verkauf der genannten Finanzprodukte noch eine Rechts-, Finanz-, Buchhaltungs- oder Steuerberatung dar. Die vorgestellten Finanzprodukte können für einen bestimmten Anleger je nach Anlageziel, Zeitrahmen, Risikobereitschaft, persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnissen ungeeignet sein. Der Inhalt dieser Dokumentation ersetzt nicht die persönliche Beratung durch einen qualifizierten Fachmann.

Die oben erwähnten Finanzinstrumente sind möglicherweise nicht in jedem Land zugelassen. Der Inhalt dieser Dokumentation ist nicht für Personen bestimmt, die einer Rechtsordnung unterstehen, die die Nutzung und/oder Verbreitung dieser Informationen und/oder die Nutzung und den Zugang zu ihnen verbietet oder von einer Lizenz abhängig macht.

Die Autoren dieser Publikation können direkt oder indirekt an den in dieser Publikation aufgeführten Aktien investiert sein. Die BENDURA BANK AG lehnt jede Haftung für mögliche Verluste ab, die sich aus der Verwendung der oben genannten Informationen ergeben. Dem Anleger kann nicht garantiert werden, dass er den investierten Betrag zurückerhält. Jede in dieser Dokumentation enthaltene Anlage ist mit Risiken verbunden (z.B. Zins- oder Währungsrisiko, Kreditrisiken sowie politische und wirtschaftliche Risiken).