



Strategie  
Update

## Vorwort von Steffen Bauke, CEO

### Liebe Leserinnen, liebe Leser

Auch wenn es jetzt noch zu früh ist, für das Jahr 2020 schon ein Fazit zu ziehen, ist eines jetzt schon klar: Dieses Jahr wird als historisches Jahr der massiven Brüche, Umbrüche und Veränderungen eingehen, wie es sich niemand hätte nur in seinen kühnsten Träumen vorstellen können. Nach den nun ersten 9 Monaten in diesem neuen Jahrzehnt scheint vieles nicht mehr zu gelten, was wir über die letzten 100 Jahren gelernt, uns erarbeitet und mühsam erkämpft haben: massive Eingriffe in die Grundrechte und Freiheit, Reisebeschränkungen, geschlossene Grenzen in Europa und dramatische Veränderungen in unserer Wirtschaftsordnung, unserem sozialen Leben, Arbeiten und Verhalten. Die Pandemie löste eine globale und kollektive Schockstarre aus, die wir mit unvorstellbaren Geldsummen zukleistern und zu überstehen versuchen, wie wir es noch nie in der Geschichte der Welt erlebt haben. Dennoch besteht viel Hoffnung.

Denn gleichzeitig fungiert die Pandemie als Katalysator und Beschleuniger einer sich dramatisch verändernden Welt. Neue Arbeits- und Geschäftsmodelle, komplett neue Branchen, andere Arten des Zusammenlebens und Kommunizierens, all das hat sich in den letzten 9 Monaten in atemberaubender Geschwindigkeit vollzogen. Diese Entwicklung stimmt uns positiv, denn der Mensch ist doch sehr anpassungsfähig und lernt, mit sich verändernden Bedingungen sehr schnell umzugehen. Für die Geldanlage gibt es daher nur ein Credo: wer kein Risiko nimmt, wird über Zeit langsam kalt enteignet. Wer in diesem Jahr in die falschen Märkte, Branchen und Titel investierte, hatte es nicht leicht. Daher braucht es einen guten, professionellen Partner an Ihrer Seite. Denn die Schere zwischen Gewinnern und Verlierern der Pandemie geht schnell und weit auf.

Sei es Zufall oder Kalkül. Wir bei der Belvoir Capital AG haben vor zwei Jahren konsequent einen Weg eingeschlagen, der uns von alten, schmutzigen und wenig zukunftsorientierten Industrien, Branchen und Unternehmen weggeführt hat. Vielmehr haben wir unseren Investment Fokus konsequent auf diese Bereiche und Unternehmen gelegt, welche sauberer, schneller und vorausschauend agieren. Ganz im Sinne einer besseren und nachhaltigeren Welt wollen wir diesen Weg weiter beschreiten. Wir sind noch nicht am Ziel, gehen aber konsequent Schritt für Schritt weiter.

Dass nun die Corona Krise unseren Weg begünstigt hat, ist Schicksal und Glück zugleich. In einer sich so stark verändernden Welt, gilt es weiterhin, Mut zu zeigen und auf die Gewinner zu setzen. Dank der Nullzinspolitik der grossen Notenbanken auf unbestimmte Zeit wird unser Weg in Richtung Zukunft unterstützt, auch wenn die Zeiten unsicher scheinen und erneute Korrekturen an den Märkten sehr wahrscheinlich sind. Das muss man aushalten können und langfristig ausgerichtet bleiben.

Zürich, 30.09.2020

Steffen Bauke

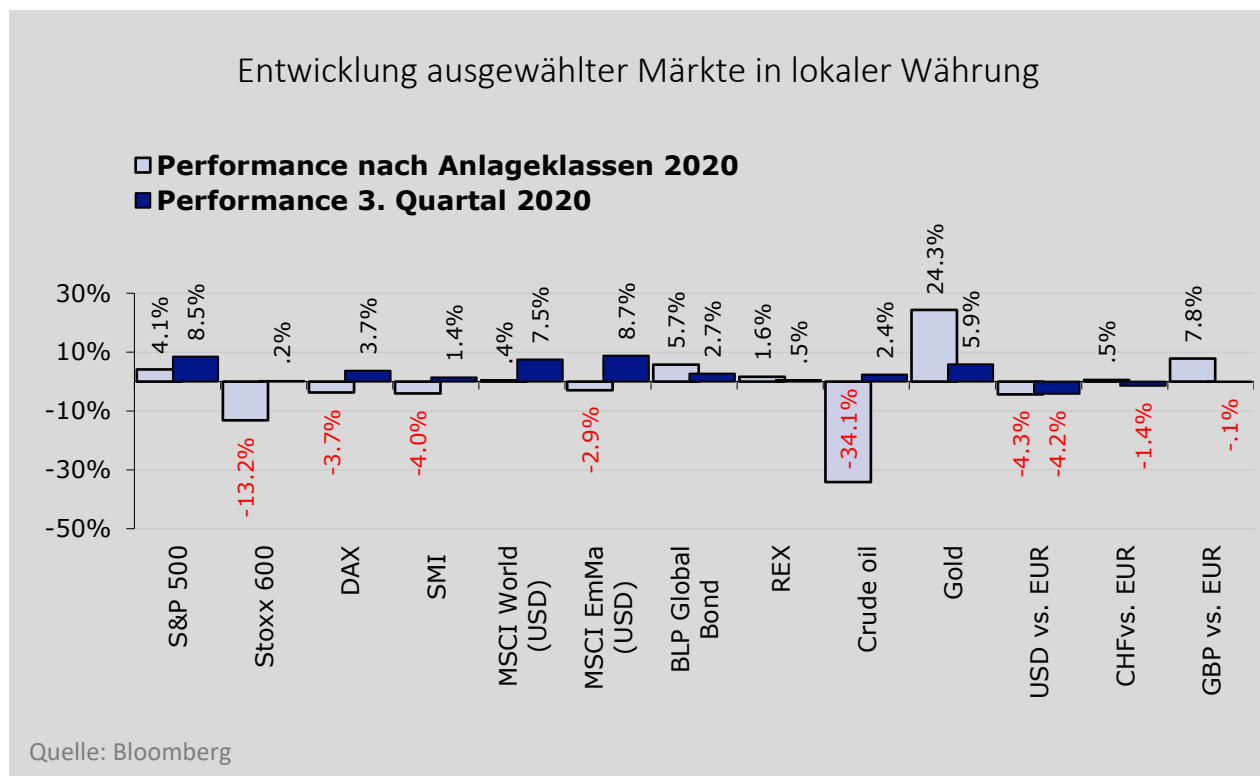
# Strategie-Update 3. Quartal 2020

30. September 2020

## Kapitalmärkte legen kurze Verschnaufpause ein

Die Marschrichtung für die Kapitalmärkte war zusammengefasst für das dritte Quartal seitwärtsgerichtet. Nach dem historischen Einbruch im ersten Quartal folgte die historisch schnellste Erholung im zweiten Quartal. Von daher ist es nicht verwunderlich, dass die Märkte eine Verschnaufpause eingelegt haben. Vor allem Anfang September verloren die zuvor sehr stark gestiegenen Technologietitel deutlich an Wert, konnten sich aber im Verlauf des Monats wieder von ihren Tiefs erholen.

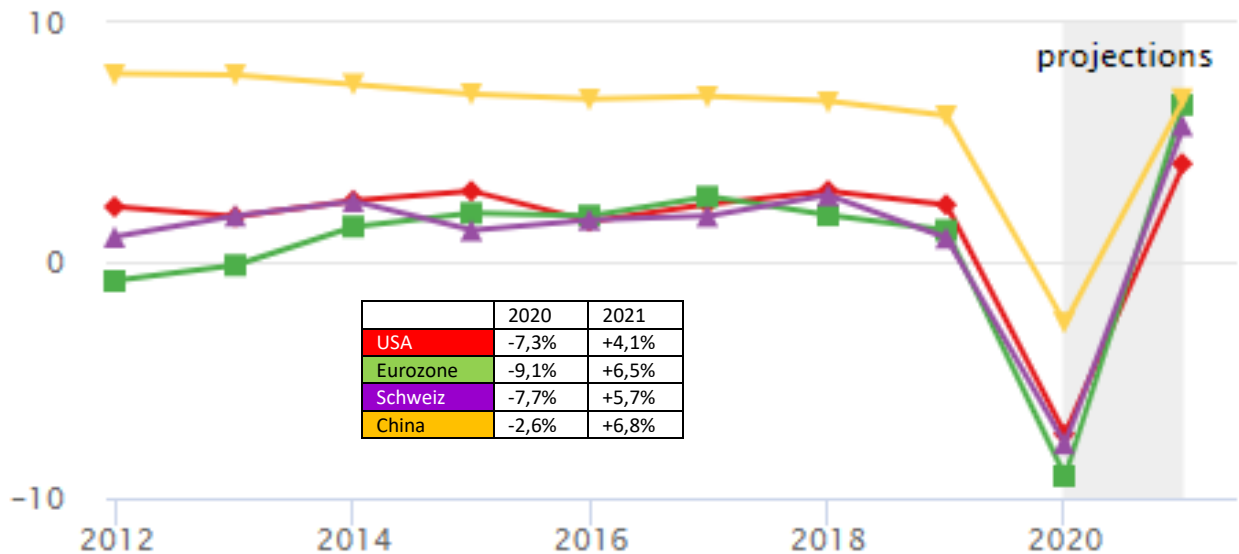
Die Aktienmärkte legten gemessen am MSCI Welt im dritten Quartal um 7,52% zu, die Rendite für 10-jährige-Bundesanleihen reduzierten sich abermals leicht und liegen nun bei -0,523%. Der Preis



für die Feinunze Gold stieg um 5,89% auf 1.885,82 USD, was im Vergleich zu den Vorquartalen eine eher moderate Bewegung ist. Allerdings muss erwähnt werden, dass insbesondere die Technologiewerte und auch das Gold, also die bisherigen Gewinner der Krise, im September relativ stark korrigierten. Bei einigen Technologiewerten sind Abschläge gegenüber ihren im August erzielten Höchstständen von mehr als 20% sichtbar. Der Index der Technologiebörse NASDAQ korrigierte im September um gut 5%.

## Dynamische Erholung der Konjunktur?

Nach dem starken Einbruch der globalen Wirtschaft wird zunehmend mit einer dynamischen Erholung in den nächsten Quartalen und für das Gesamtjahr 2021 gerechnet. Die OECD geht in ihrer Einschätzung von einer sogenannten V-förmigen Erholung der Wirtschaft aus.



Quelle: OECD Prognose

Im dargestellten Chart sieht es gar so aus, als könnten die Wachstumsraten die Vorkrisenwerte übersteigen. Hier kommt der Basiseffekt der sehr schwachen Daten aus dem ersten und zweiten Quartal 2020 zum Tragen. In absoluten Zahlen wird es wohl mindestens zwei Jahre dauern, bis das Vorkrisenniveau erreicht wird. Nichtsdestotrotz ist die Erholung sichtbar und bereits in vollem Gange. Verantwortlich dafür ist das beherzte Handeln der Notenbank- und Fiskalpolitik.

## Politikwechsel bei der US-Notenbank und Europa ganz zukunftsorientiert

Dass die Notenbank- und Fiskalpolitik massive Unterstützungsprogramme zur Abfederung der volkswirtschaftlichen Folgen der Krise aufgelegt haben, berichteten wir bereits in den letzten Publikationen. Und dennoch bot auch das dritte Quartal wieder Superlative.

Zuletzt beherrschte der Präsident der US-Notenbank Fed, Jerome Powell, mit seinem Statement zur Abkehr des fixen Inflationsziels die Schlagzeilen. Zukünftig wird die Fed eine durchschnittliche Inflation von 2% anstreben. Übersetzt bedeutet dies, dass die Inflation in den folgenden Jahren auch deutlich über 2% liegen kann, ohne dass die Notenbank geldpolitisch gegensteuern muss. Mit anderen Worten wird die Nullzinspolitik auf Jahre fortgesetzt. Eine aufkommende Inflation würde dann zu realen Minuszinsen führen und so die Schuldenlast des Staates erträglicher scheinen lassen.

Wird die Inflation denn in naher Zukunft steigen? Die USA hat regelmässig ein Handelsbilanzdefizit, was bedeutet, dass die USA mehr Güter importiert als exportiert. Die jüngste Abschwächung des US-Dollars gegenüber dem Euro sorgt dafür, dass die Importwaren für den US-Verbraucher teurer werden. Da diese Geldströme nicht durch Exporte im gleichen Masse kompensiert werden, importiert die USA Inflation. Aber wie schon erwähnt, werden Regierung und Notenbank höhere Inflationswerte tolerieren.



Quelle: Bloomberg

Das zweite grosse Ereignis fand im Juli auf dem EU-Gipfel in Brüssel statt. Als sich die Staats- und Regierungschefs der EU-Mitgliedsstaaten nach einem fünftägigen Sitzungsmarathon auf einen neuen Mehrjahresfinanzrahmen (MFR) und ein Finanzpaket zum Wiederaufbau Europas einigten, waren die Pressestimmen und Kommentierungen differenziert. Grund genug, um einmal genauer hinzuschauen.

Tatsächlich haben die Staats- und Regierungschefs Historisches geleistet. Unabhängig von den grossen Zahlen, das Paket zum Wiederaufbau Europas und der MFR umfassen rund 1,8 Billionen EUR, wurden durch die Beschlüsse auf dem Gipfel die Weichen für die Zukunft Europas gestellt.

Der Titel der Vorlage der EU-Kommission zur Gipfelvorbereitung lautete „Die Stunde Europas“. Ziel ist es, Europas Rolle in der Welt zu stärken und Europa als Vorreiter bei der strategischen Neuausrichtung der Wirtschaft hin zu einer kreislauforientierten und klimafreundlichen Gesellschaft zu etablieren. Daneben steht die Digitalisierung als zweites zentrales Ziel, welches Innovation und Technologie fördern soll und so zum Beschleuniger für die Erreichung der ambitionierten Klimaziele werden kann.

Die EU zeigt Ge- und Entschlossenheit, sich den Herausforderungen der Zukunft zu stellen und demonstriert gleichzeitig, dass sich starke Institutionen in der Krise bewähren. Die Kommissionspräsidentin Ursula von der Leyen hatte bereits in ihrer Antrittsrede Anfang des Jahres ihre Vorstellungen vom „New Green Deal“ vorgestellt. Damals noch als Utopie abgetan, wurden die Eckpunkte und auch das Volumen der Massnahmen beim Gipfel im Juli praktisch bis auf die Kommastrichstelle verabschiedet.

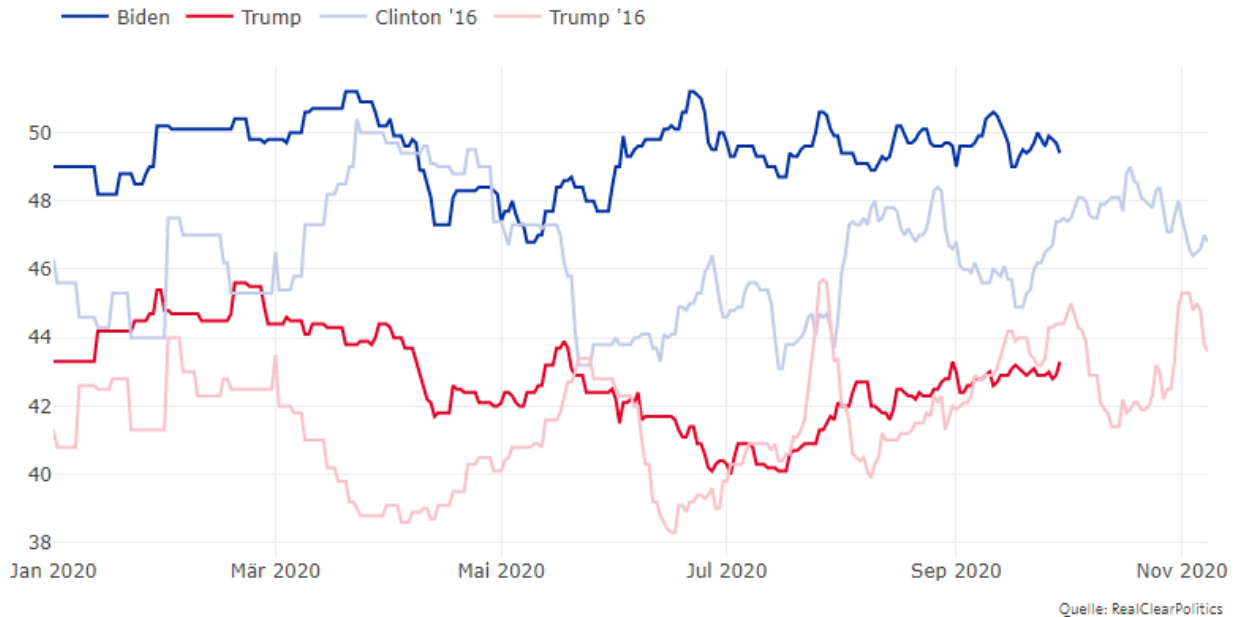
Wie schon mehrfach erwähnt, wird die Konjunktur in den kommenden Quartalen und Jahren massiv von der Fiskal- und Geldpolitik unterstützt, jedoch gibt es weiterhin gravierende Störfaktoren.

## Störfaktoren sind auch im vierten Quartal virulent

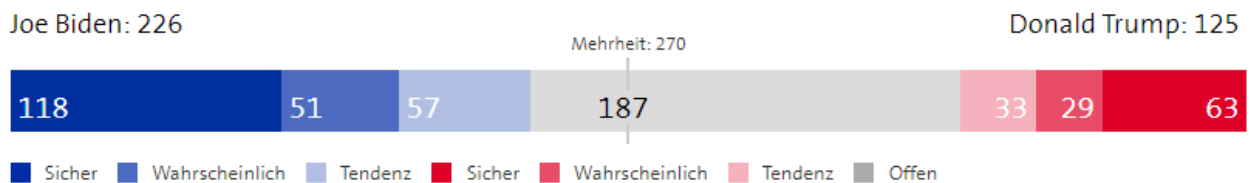
---

Der Handelskonflikt zwischen den USA und China ist noch längst nicht ausgestanden. Im Gegenteil, es muss davon ausgegangen werden, dass die Gräben tiefer werden und letztlich eine wirtschaftliche Isolation Chinas angestrebt wird. Es ist von der sogenannten Entkopplung oder auch vom wirtschaftlichen eisernen Vorhang die Rede. Das bedeutet, dass ein Technologietransfer gestoppt und die globale Arbeitsteilung zurückgefahren wird. Darunter werden auch der Warenaustausch und die Zusammenarbeit in den internationalen Institutionen leiden. Übrigens ist der US-Präsident Donald Trump nicht der Urheber dieser Politik. Schon die Vorgängerregierungen und auch die EU haben diese Interessen vertreten. Trump hat lediglich die „Sprache“ geändert.

In ca. vier Wochen wird sich Donald Trump zur Wiederwahl stellen. In den aktuellen Umfragen liegt er hinter seinem Herausforderer Joe Biden. Demoskopien erwarten dennoch einen engen Wahlausgang, bei dem der Sieger noch längst nicht feststeht. Wahrscheinlich wird es nach der Wahl am 3. November noch einige Tage oder Wochen dauern, bis der Gewinner der Wahl sich feiern lassen kann. Das ist dann die Phase, die die grösste Verunsicherung hervorbringen wird. Donald Trump scheint seine Anhängerschaft schon auf diesen engen Ausgang einzustimmen.



Prognose der Verteilung der Wählerstimmen; Quelle: ARD.de



Prognose der Verteilung der Wahlmänner; Quelle: ARD.de

Ob nun ein Wechsel im Weissen Haus stattfindet oder nicht, was die Fragen zu China, zur EU (Nordstream II und Digitalsteuer) und zur Kostenverteilung der Militärausgaben im NATO-Bündnis angeht, vertreten beide Lager ähnliche Ansichten. Möglicherweise wird sich nur der Ton ändern, mit dem die Forderungen vertreten werden.

Einerseits demonstrierte die EU ihre Stärke beim zuvor beschriebenen EU-Gipfel im Juli, andererseits sorgen die Verhandlungen mit Grossbritannien für ein neues Abkommen, welches infolge des BREXIT die bilaterale Beziehung regeln soll, für Sand im Getriebe. Derzeit ist nicht vorstellbar,

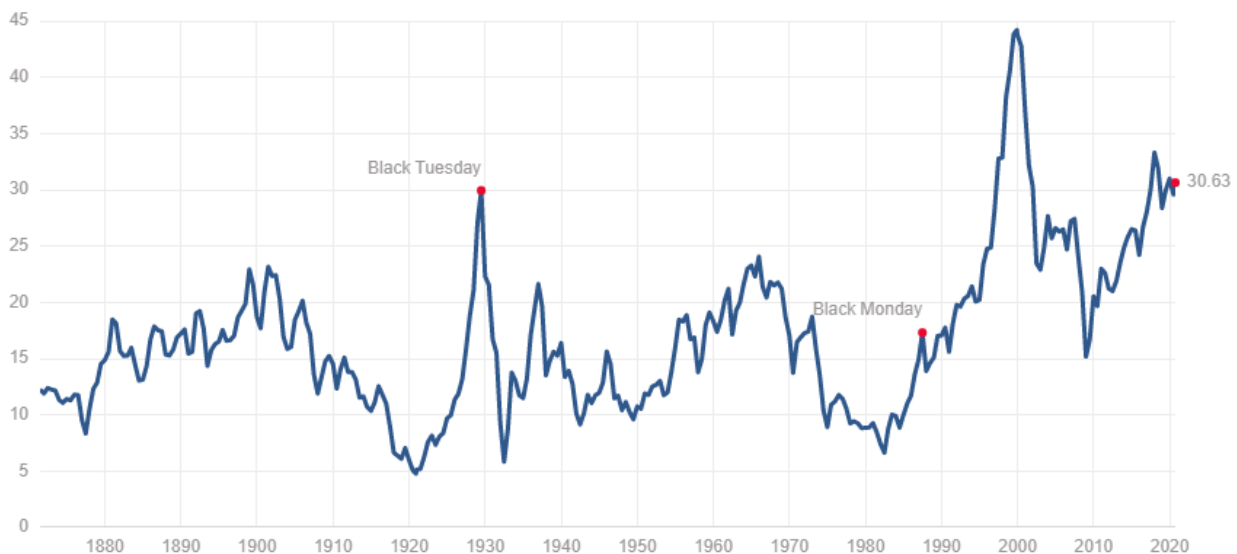


dass es im Oktober zu einer Einigung kommen kann. Das hätte dann einen BREXIT ohne Abkommen zur Folge, was die Wirtschaft und Gesellschaft auf beiden Seiten des Kanals belasten dürfte.

Der grösste Störfaktor bleibt zunächst jedoch die Pandemie, die scheinbar in einer zweiten Welle über Europa rollt. Schon jetzt ist der wirtschaftliche Schaden enorm. Sollte es zu einem weiteren flächendeckenden Lockdown kommen, droht auch der soziale Zusammenhalt zu zerbrechen. Fraglich wäre auch, ob die Politik und die Notenbanken in einem solchen Fall erneut diese extremen Massnahmenpakete schnüren könnten, um die Folgen abzumildern.

## Aktien bleiben der Hauptwerttreiber in der Asset Allokation

Die Abwägung der positiven Faktoren und der beschriebenen Störfaktoren ergeben schlussendlich eine Pattsituation. Auf der Negativseite müssen auch die historisch hohen Bewertungen der Anlageklassen genannt werden. Egal ob Aktien, Obligationen, Gold oder Immobilien. Praktisch jedes Segment erscheint im historischen Kontext über- oder hochbewertet. Bei den Aktien des US-Börsenbarometers S&P 500 ist das Schiller KGV mit 30,6 auf dem höchsten Stand seit 20 Jahren. Historisch wurde nur in der Dot.com-Krise 2000 – 2003 ein höherer Wert ermittelt.



Schiller KGV; Quelle: multpl.com

Normalerweise kommt nun der Spruch: „Diesmal ist alles anders“. In der Tat können die niedrigen Zinsen ein Argument für die höhere Bewertung der Anlageklassen sein. Bei der Aktienbewertung werden die zukünftigen Gewinne mit einem niedrigen oder negativen Zins abdiskontiert. Beim Gold spricht der negative Realzins ebenfalls für eine höhere Bewertung des Edelmetalls.

Nun gilt es, die aktuellen Rahmendaten in eine Vermögensallokation zu übersetzen. Wir favorisieren weiterhin Aktien als Hauptwerttreiber, wobei sich die Quote aktuell an der Neutralposition orientieren sollte. Unsere Zukunftsbranchen „Technologie“, „Konsum“ und „Gesundheit“ bleiben weiterhin hoch gewichtet und können bei einer weiteren Korrektur noch aufgestockt werden. Zwangsläufig sind dann auch US-Titel übergewichtet, wengleich die relative Bewertung vielfach für europäische Werte spricht. Bei den Obligationen werden Wandelanleihen, Unternehmensanleihen unterschiedlicher Bonität sowie Schwellenländeranleihen gegenüber den Staatsanleihen mit guter Bonität bevorzugt. Gold bleibt als Krisenwährung eine Halteposition. Vorrätige Liquidität sollte in der Heimat- beziehungsweise Referenzwährung gehalten werden.

Wir stehen vor einem spannenden Schlussquartal, welches mit Sicherheit wieder einige Überraschungen bereithält. Die beschriebenen Störfaktoren werden in zeitlicher Abfolge möglicherweise stärkere Korrekturen am Kapitalmarkt auslösen. Diese sollten dann konsequent zur Aufstockung von Aktien und anderen „Risikoanlagen“ genutzt werden.

Wir danken für Ihr Vertrauen und freuen uns, Ihnen weiterhin mit Rat und Tat zur Seite stehen zu dürfen.

Ihr Belvoir-Team

Autoren: Stefan Calefice, Steffen Bauke, Mauro Tempini & René Stoll

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

