



Strategie
Update

Vorwort von Steffen Bauke, CEO

Liebe Investorinnen, liebe Investoren

Seit Anfang dieses Jahres und verstärkt seit April beschäftigt die Anleger die Frage der Inflation nachhaltig. Noch nie in meiner über 20-jährigen Karriere als Vermögensverwalter und Anlageberater wurde ich so oft gefragt, wie ich bzw. wir das mit der **Inflation** sehen und wie wir uns positionieren. Ganze Abhandlungen dazu haben wir geschrieben, viele Analysen verglichen und uns dazu geäußert. Auch wir haben hier keine Kristalkugel, aber die Erfahrung lehrt uns: **«Alles wird nicht so heiss gegessen, wie es gekocht wird.»** Obwohl wir in jüngster Vergangenheit einen sprunghaften Anstieg von Rohstoffen, Rohwaren, Erzeuger- und Zuliefererpreisen gesehen haben, glauben wir nicht, dass wir in eine Phase der «Hochinflation» geraten oder bereits geraten sind. Aktuell sehen wir einen Basiseffekt nach dem «Corona-Stau» der letzten 18 Monate. Langfristig wird die Inflation zwar höher sein, als vor der Pandemie, da die deflatorischen Effekte der Globalisierung durch «Rückholung der Produktion» grössteils entfallen. Aber das Überangebot an Waren und Dienstleistungen und der globale Wettbewerb werden dafür sorgen, dass die Inflation sich in Grenzen hält. Auch die Zinsen werden bzw. können gar nicht auf ein Niveau zurückkehren, wie in den 1980er Jahren, da die Staaten sich den Schuldendienst schlichtweg nicht leisten können. Als Folge heisst das: **«Japanisierung»**, sprich schleichende, versteckte Inflation ohne Kompensation über Zinsen, so dass Investoren Risiken nehmen müssen und somit in **Aktien** und **andere höher rentierliche Anlagen** reingehen, wenn sie langfristig der schleichenden Enteignung entfliehen wollen.

Zürich, 30.06.2021

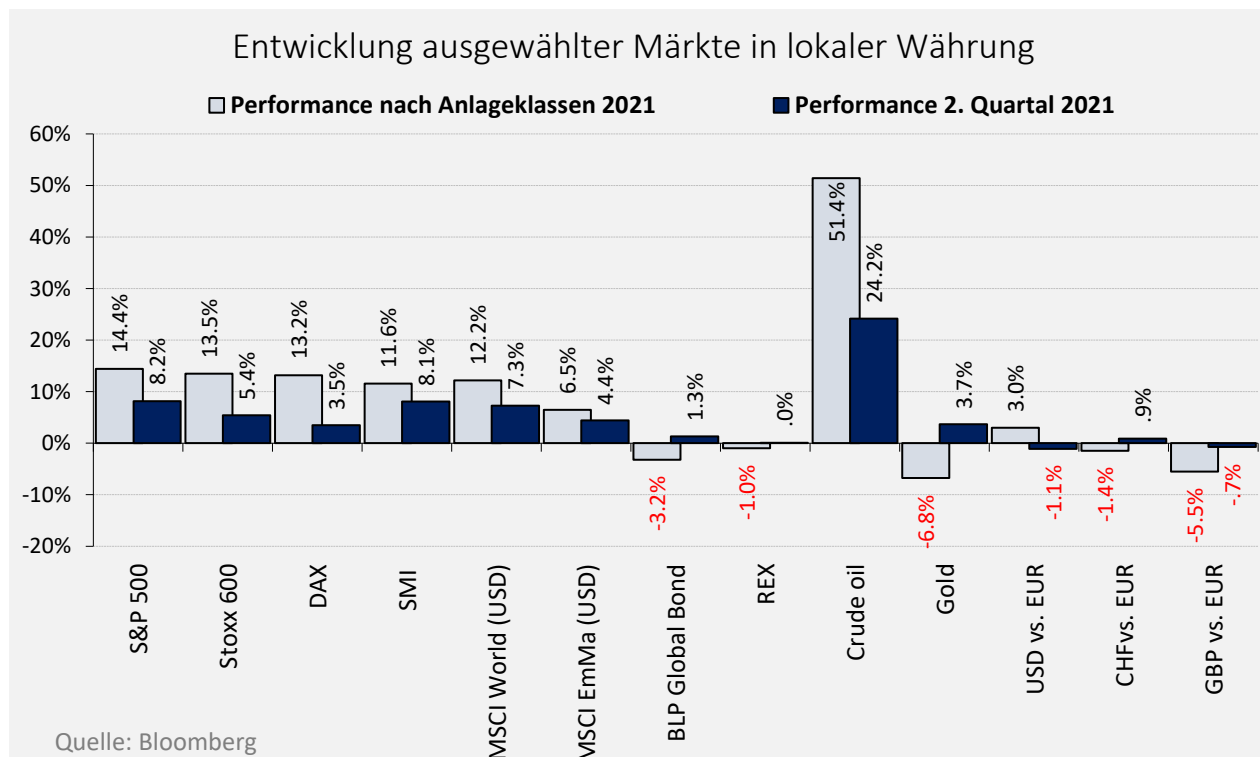


Strategie-Update 2. Quartal 2021

30. Juni 2021

Rückblick

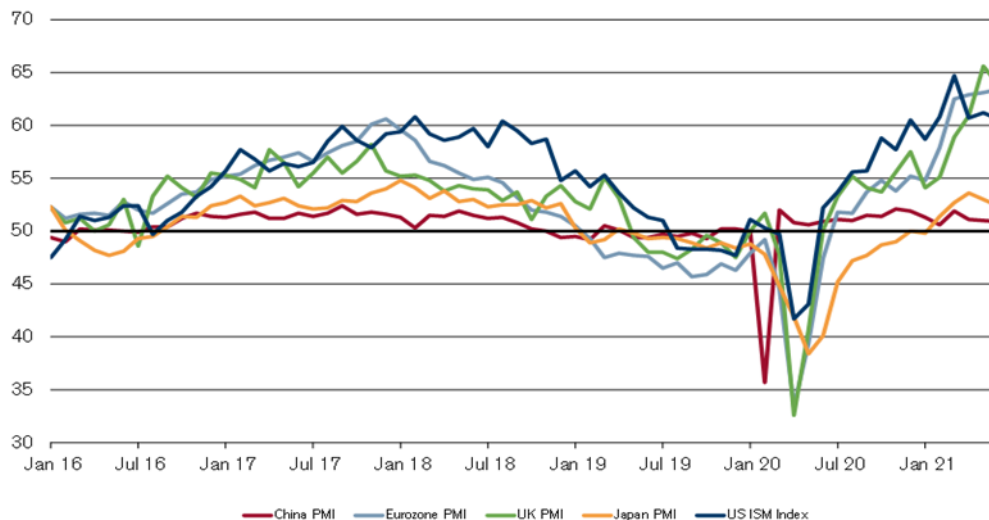
Fast alle Aktienindizes haben im Juni neue Höchststände realisiert, das gilt für den S&P 500, die Nasdaq, den DAX und den SMI. Das war das beste 1. Semester seit 20 Jahren. Wenn die europäischen Märkte im letzten Jahr den technologielastrigen US Märkten deutlich hinterhergehint sind, verhielt es sich dieses Jahr bzw. im zweiten Quartal anders. Europäische Werte konnten von einer tieferen Basis und Bewertung ausgehen und zudem eine schöne Gewinndynamik aufweisen. Überzeugen konnte im 2. Quartal u.a. der Schweizer Markt; der SMI hat im Juni die Marke von 12'000 Punkten genommen. Zu den Schlusslichtern gehörte China aufgrund des Deleveraging bzw. einer restriktiven Fiskalpolitik und einer gewollten Kreditverknappung. Auch branchenbezogen waren die Performanceunterschiede beachtlich. Gewinner im ersten Halbjahr war klar der Energiesektor, gefolgt von den Finanzwerten, während der nicht-zyklische Konsum und Versorger



die Schlusslichter waren. Woher resultierte der schier grenzenlose Optimismus? Die überraschend guten Konjunkturaussichten, positive Signale bei den Impfungen gegenüber dem Vorquartal in Europa und die anhaltende Unterstützung durch die Politik in Kombination mit den Zentralbanken (dualer Stimulus der Geld- und Fiskalpolitik) waren die Treiber an den Märkten. Gold konnte die zwischenzeitlichen Gewinne von fast 12% nicht halten und gewann auf USD-Basis 3.7% im zweiten Quartal.

Konjunktur – Normalisierung nach ausserordentlichem Wachstum

Die Weltwirtschaft dürfte 2021 mit ca. 6.3% wachsen, 2022 wieder auf 4.4% zurückgehen. Die derzeit hohen Wachstumsraten werden in spätestens 3-6 Quartalen wieder deutlich sinken. In den USA dürfte die wirtschaftliche Dynamik im laufenden Quartal den Zenit erreicht haben, in der Eurozone aller Voraussicht nach im 3. Quartal. Teile Asiens und Lateinamerika sind derzeit die schwachen Regionen, u.a. weil dort die Impfquoten immer noch sehr bescheiden sind. Die PMIs sind an ihren Höchstständen angekommen aber die meisten Analysten glauben nicht, dass der Wachstumszyklus abrupt zu Ende gehen wird.



Purchase Manager Indices (Quelle: Bloomberg)

FED Notenbank – Angepasste Rhetorik mit Blick auf eine weniger expansive Geldpolitik

Die FED Bilanz dürfte gegen Ende 2022 rund USD 9'000 Mrd. betragen. Derzeit werden pro Monat noch ca. USD 120 Mrd. Staatsanleihen und verbriefte Pfandanleihen gekauft, welche Käufe wohl in 6 Monaten langsam zurückgefahren werden dürften (Tapering). Anfang 2020 betrug die FED Bilanz noch USD 4'100 Mrd. So kann es nicht weitergehen. Die FED versucht die Märkte auf eine weniger expansive Geldpolitik einzustimmen. Die Meinungsverschiedenheiten im Offenmarktausschuss sind aber gross. Allein die Tatsache, dass der Eiertanz um das Tapering bereits begonnen hat, zeigt wie gross die Abhängigkeit von den geldpolitischen Massnahmen geworden ist. 13 von 18 FOMC-Mitgliedern erwarten bereits in der zweiten Hälfte 2023 erste Zinserhöhungen, ferner in der zweiten Hälfte 2021 eine klare Kommunikation bezüglich des Timing für das Tapering. US-Notenbankchef Powell beton, dass er eine breite Erholung am Arbeitsmarkt sehen möchte, bevor eine Drosselung der Geldpolitik zur Debatte steht. Wir erwarten, dass die EZB länger als die FED an ihrem grosszügigen Kurs festhalten wird.

Inflation – keine Besorgnis, aber höheres Niveau als in der Vergangenheit

Die Produzentenpreise in China, den USA und Deutschland wachsen derzeit allesamt über 4% gegenüber dem Vorjahr. Eine sprunghaft anziehende Konsumenteninflation von 5% im Mai in den USA ist vor allem auf höhere Energiepreise, Preise für Gebrauchtwagen, Flug- und Hotelpreise zurückzuführen. Dies sind Basiseffekte, die sich wieder korrigieren. Und trotzdem beflügelt dies Ängste, dass die Zentralbanken früher als erwartet damit beginnen könnten, die grosszügige Versorgung zurückzufahren. Der Schlüssel zur Inflationsentwicklung werden die Arbeitsmarktdaten, vor allem jener aus den USA, sein. Damit die Teuerung dauerhaft steigt, müssen vor allem die unteren Einkommen steigen. Bei einer Arbeitslosigkeit von nach wie vor 8.3% ist dieser Druck jedoch noch gering. Auch ist die Verhandlungsmacht der Gewerkschaften in den USA deutlich geringer als in den 1970er und 1980er Jahren, als hohe Inflation vorherrschte. Die meisten preistreibenden Faktoren dürften sich als temporär erweisen; dennoch dürfte die Inflation über den Niveaus der letzten Jahre zu liegen kommen.

Anleihen – die Realzinsen bleiben negativ

Die Marktzinsen für zehnjährige Staatsanleihen in den USA liegen mit 1.45% ca. 30 Basispunkte unter dem Jahreshoch im März, bei 10-jährigen Bunds veränderte sich die Rendite im 2. Quartal von -0.3% auf -0.22% kaum. Aufgrund der stetigen Wachstums- und Inflationserwartungen wird es aber zu einem leichten Aufwärtstrend bei den Zinsen kommen. Selbst wenn das eintritt, werden diese inflationsbereinigt aber immer noch im negativen Bereich liegen. Die Kreditrisikoprämien befinden sich auf Mehrjahrestief. Anleihensgläubiger werden für eingegangene Kreditrisiken nicht adäquat entschädigt. Dieser Umstand und in Erwartung leicht höherer Zinsen lassen uns von den Anleihemärkten so stark es geht Abstand nehmen.



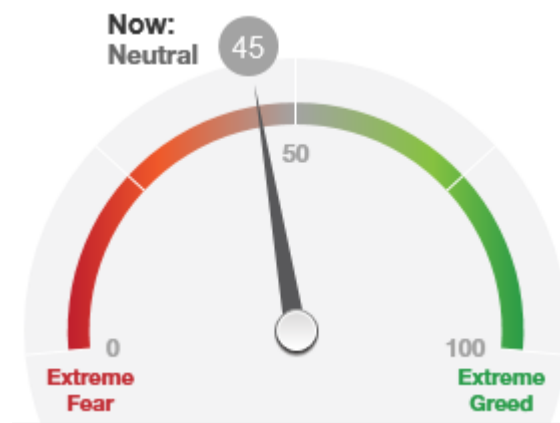
10-jährige Renditen Staatsanleihen USA, D und CH (Quelle: ZKB/Swisscanto)

Aktienmärkte – Kurstreiber bleiben bestehen, leicht höhere Wachsamkeit

Die Kurstreiber für die Aktienmärkte sind nach wie vor vorhanden, dazu gehört die Normalisierung der Wirtschaft, die fiskal- und geldpolitische Unterstützung sowie das starke Gewinnwachstum. Beeindruckend ist wie stark die Gewinnentwicklung die Erwartungen der Analysten bisher übertroffen haben. Die UBS erwartet 2021 steigende Gewinne um 31%. Bekanntlich wird an der Börse die Zukunft gehandelt. Hier scheint bereits viel Positives eingepreist und die Risiken eher untergewichtet. Aktionäre sollten vermehrt dafür gewappnet sein, dass die Liquiditätsquellen versiegen oder zumindest nicht mehr so üppig fließen. In 2013 hat allein die Ankündigung der Notenbank, die Anleihekäufe zu verringern, die Volatilität markant steigen lassen. Nennenswerte

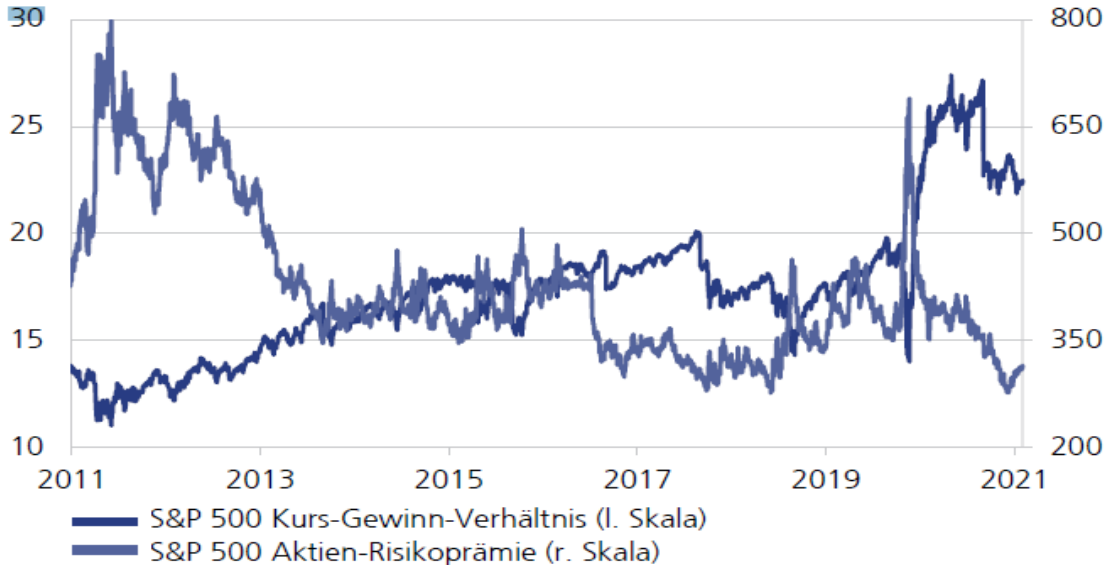
Umlagerung von Aktien in Anleihen sind nicht zu erwarten. Die Vergangenheit hat gezeigt, dass Aktien einen wesentlich besseren Inflationsschutz bieten als Nominalanlagen. Trotz der sich abzeichnenden Änderung der Rhetorik der FED sehen wir in Aktien immer noch am meisten Potential. Die Risiken für die Aktienmärkte nehmen dann zu, wenn sich der Inflationsanstieg als hartnäckig erweisen würde und die Geldpolitik entschieden darauf reagieren müsste. So weit ist es aber noch nicht. Auch wenn die Märkte teils hohe Bewertungen erreicht haben bleibt festzustellen, dass es zu keiner Euphorie an den Börsen gekommen ist.

Interessant zu beobachten waren die extremen Unterschiede in der Performance der einzelnen Sektoren und Subbranchen. Bis Q3 2020 legten der IT-Sektor, Greentech, der Healthcare Bereich zusammen mit allen online-basierten Geschäftsmodellen als Corona Gewinner massiv an Wert zu. Seit Herbst 2020 bis einschliesslich April 2021 vor allem verbunden mit steigenden Zinsen in den USA sind die «Corona High Flyer» mit Abschlägen von 50% und mehr massiv abgestraft worden. In diesem Zeitraum konnten dann vor allem «Old-Economy» Werte und zyklische Branchen an Wert zulegen. Auf Indexbasis haben sich die starken Sektor Rotationen kaum widergespiegelt, daher wollen wir diese hier gerne anführen. Seit April, als die 10-jährigen US-Staatsanleihen ihren Zinsanstieg stoppten, sind nun wieder genau diese Sektoren, die noch zuvor gelitten haben wieder gefragt. Daher ist die Positionierung innerhalb der Aktien genau zu beobachten und allenfalls anzupassen.



Fear and Greed Index (Quelle: CNN)

Der MSCI notiert derzeit mit einem KGV von 19.7 auf Basis der Konsensgewinnschätzungen für die nächsten 12 Monate. Die Aktien des S&P 500 handeln mit einem KGV von 20.5 mit Bezug auf die Gewinne von 2022. Der historische Durchschnitt liegt bei 15. Beim STOXX 600 liegt das KGV bei 15.9, wobei der historische Durchschnitt bei 14 liegt. Auch wenn bei höheren KGVs die Risikoprämien gesunken sind, sind Aktien relativ zu Anleihen nach wie vor die attraktivere Anlageklasse.



Höhere KGVs vs. tiefere Aktien-Risikoprämien (Quelle: LGT, Bloomberg)

Gold – Schutz gegen Krisen und Inflation

Wir halten Gold anteilig in unseren Portfolios weiterhin als Ergänzung zu anderen Anlageklassen und Versicherung gegen Krisen. Geopolitische Krisen werden derzeit völlig ausgeblendet. Einer der wichtigsten Treiber für den Goldpreis sind die Realrenditen bzw. deren Entwicklung. Mit Blick auf die globalen Verschuldungsniveaus ist es kaum vorstellbar, dass die Zentralbanken ein deutliches Anziehen der Realrenditen langfristig tolerieren werden. Haupttreiber der Korrektur seit Anfang Juni war der starke USD und Meldungen der FED, dass sie die Inflation früher eindämmen könnte.

Fazit

Wir bevorzugen nach wie vor Aktien im Vergleich zu Anleihen und ergänzen mit alternativen Anlagen, die nicht oder nur gering zu Aktien und Zinsen korrelieren. Wir bauen u.a. auf Qualität, Marktführerschaft und Zukunftsthemen. Eine mögliche Konsolidierung an den Märkten – von grösseren Korrekturen gehen wir nicht aus – ändert nichts an der langfristigen Attraktivität von Aktien und anderen Sachwerten gegenüber Bonds. Ein realer Kapitalerhalt ist aus unserer Sicht in erster Linie durch Aktien zu erlangen. Die Geschichte lehrt uns, dass die Schwankung an den Börsen irgendwann wieder steigen wird, und das vielleicht bereits im zweiten Semester dieses Jahres.

Die Volatilität ist auf dem niedrigsten Stand seit der Pandemie gefallen und geopolitische Themen werden derzeit von der Börse fast komplett ausgeblendet. Wir werden deshalb in den nächsten Monaten auch teilweise Gewinne mitnehmen oder gewisse Absicherungen einbauen. Bezüglich Anleihen bleiben wir stark untergewichtet; Gold bleibt eine Ergänzung mit Funktion als Absicherung gegen Inflation und Krisen. Diversifikation in gute Hedge Fonds (wo erlaubt) werden ebenfalls dazu beitragen, die Abwärtsrisiken zu verringern und die Portfolioentwicklung etwas zu glätten. Wir danken Ihnen für Ihr Vertrauen und stehen für weitere Informationen gerne zur Verfügung.

Ihr Belvoir-Team

Autoren: 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

