



Strategie
Update

Vorwort von Steffen Bauke, CEO***Liebe Investorinnen, liebe Investoren***

Pünktlich zum Herbst kehrt die Unsicherheit an die Märkte zurück. Zum ersten Mal könnte von China aus eine Schockwelle über die globalen Kapitalmärkte laufen. Die Angst vor einer Megapleite des Immobilienkonglomerats Evergrande macht sich unter den Anlegern rund um den Globus breit. Viele Marktteilnehmer ziehen gerne Vergleiche mit der Lehman-Pleite im Jahr 2008. Doch wer genau hinschaut, wird schnell erkennen, dass es sich hier in erster Linie um ein hausgemachtes Problem in China handelt. Das hat zwar das Potenzial, die Märkte kurzfristig auf Talfahrt zu schicken, aber die systemischen Auswirkungen einer solchen Pleite sind viel geringer, als derzeit in den Gazetten und Nachrichten diskutiert wird. Vielmehr werden hier die Probleme in China selbst deutlich. Wird der Konkurs nicht abgewendet, könnten China und seine vielen kleinen, hart arbeitenden Sparer in China selbst die Hauptverlierer sein. Es könnte auch einen Dominoeffekt in China auslösen. Die Situation erinnert mich sehr an die Spekulationsblase in Japan in den Jahren 1988/89, als das Land der aufgehenden Sonne im Begriff war, die USA als stärkste Volkswirtschaft der Welt abzulösen. Damals waren auch in Japan das Kreditwachstum und die Spekulation mit neuen Immobilienprojekten aus dem Ruder gelaufen und führten in der Folge zu einer Implosion des japanischen Banken-, Kapital- und Immobilienmarktes. Den Rest der Geschichte kennen wir. Auch wenn China heute eine andere Macht ist und die Zeiten schwer zu vergleichen sind, besteht die Gefahr, dass China auf ein größeres Problem zusteuert, als uns derzeit bewusst zu sein scheint. Wird dies Auswirkungen auf unsere Welt haben? Ja, aber nur in begrenztem Umfang und auf kurze Sicht. Denn die Welt steht an der Schwelle zu einem Technologiesprung, der sich auf fast alle Sektoren und Lebensbereiche auswirken

wird. Die aktuelle Korrektur an den Märkten ist also eine gesunde Bewegung nach 18 Monaten fast nur steigender Aktienmärkten und bietet die Chance zum Einstieg. Denn bei Nullzinsen wird man durch die unterschätzte Inflation langsam enteignet. Für mich ist die noch viel entscheidendere Frage, was mit unserem Geld passiert, das die Notenbanken drucken und wie lange diese "Gelddruckmaschine" noch laufen kann, bis wir hier nicht mehr mitmachen. Die massiv steigenden Bewertungen im Krypto-Sektor (die 100 größten Kryptowährungen > 2.200 Mrd. USD laut Coingeco) zeigen einen ersten Ausweg aus dem "alten FIAT"-Geld. Diese Entwicklung zu beobachten, scheint mir die spannendere Frage zu sein, als nur nach China zu schauen. (mehr zu China lesen Sie bitte auf S. 6/7 dieses Berichts).

Zürich, 30.09.2021

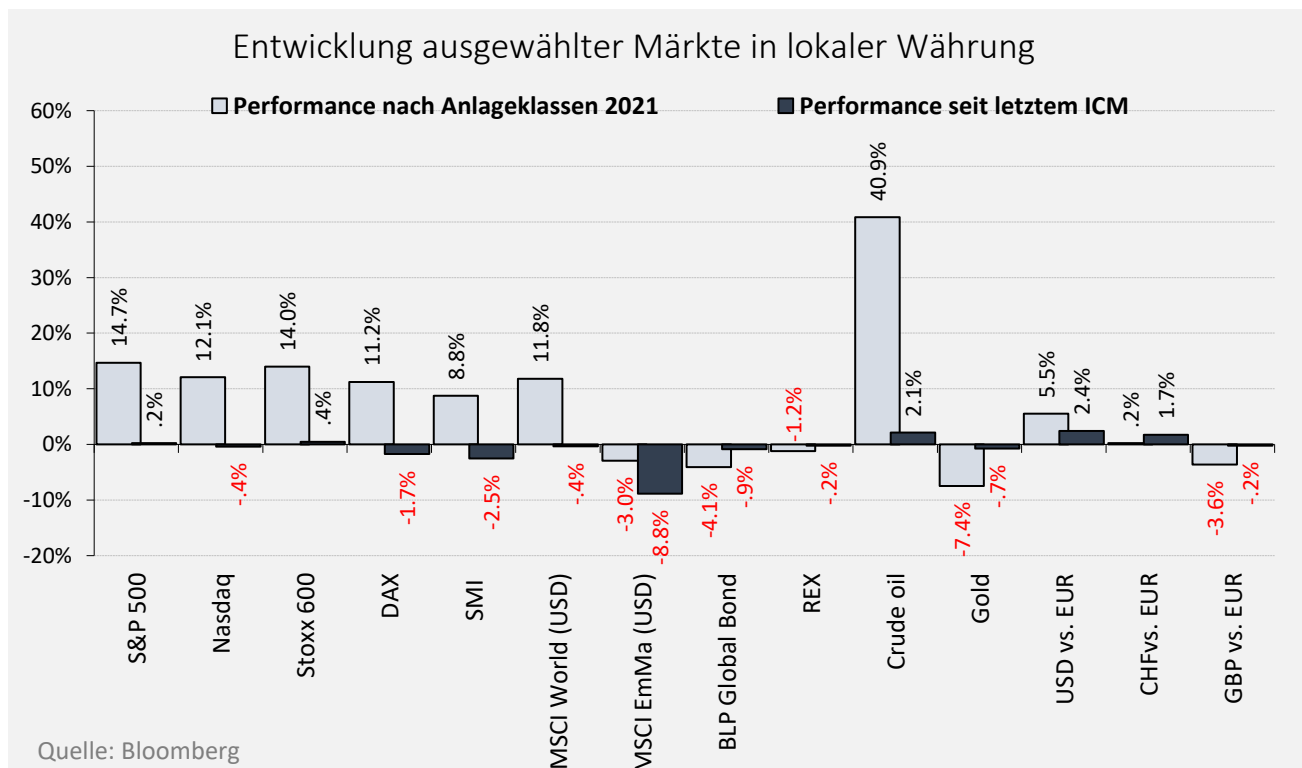
Steffen Brandt

Strategie-Update 3. Quartal 2021

30. September 2021

Rückblick

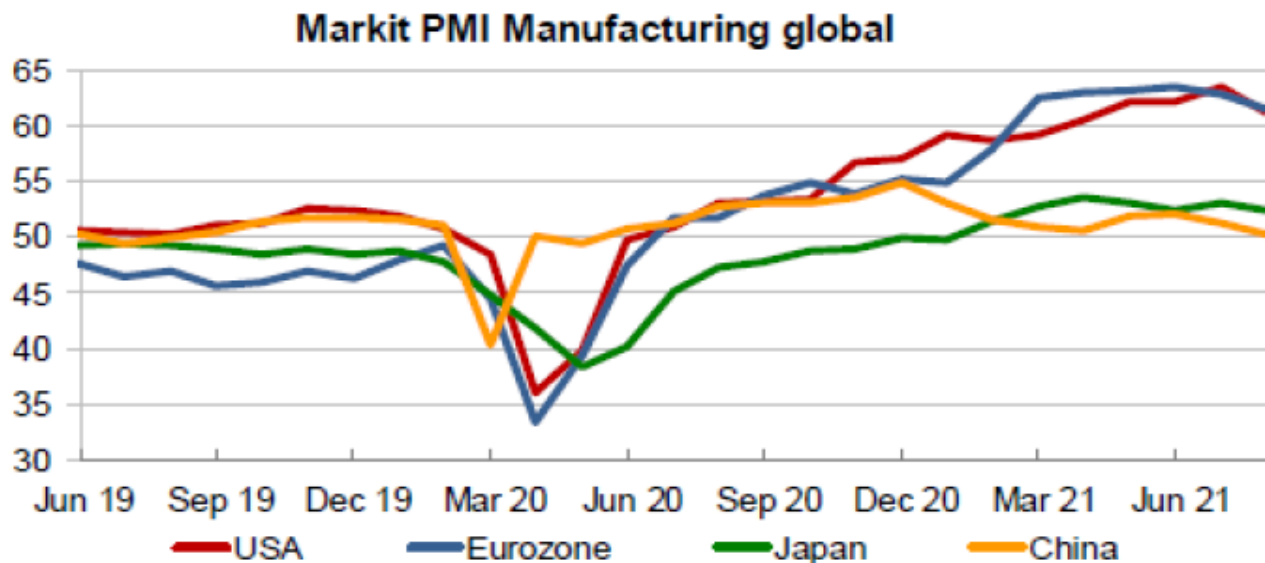
Nachdem S&P 500, EURO STOXX 50, DAX und SMI für die ersten 6 Monate in 2021 alle noch Renditen von zwischen 11.6 und 14.4% erwirtschaften konnte, wurde es im dritten Quartal bzw. ab Mitte August merklich schwieriger. In den letzten Septembertagen belasteten u.a. höhere Zinsen für Anleihen, Angst vor höherer Inflation und das anstehende Tapering der US Fed sowie Unsicherheiten, die vom chinesischen Immobilienentwickler Evergrande ausgingen. Schwergewichtige chinesische Aktien litten zudem unter den Regulierungsmassnahmen, die den Ausverkauf von chinesischen Aktien vorantrieb. Der DAX verlor im 3. Quartal 1.7%, vom Top am 13. August 4.5%. Der S&P 500 konnte sich im 3. Quartal mit einem Plus von 0.2% halten, verlor vom Top am 2. Sept. jedoch 5.1%. Der Schweizer SMI verlor vom Top am 18. August gar 7.2%. Mit Anleihen wurden dieses Jahr wie von uns erwartet mehrheitlich Verluste eingefahren. Zu den wenigen Ausnahmen



zählten TIPS (Treasury Inflation-Protected Securities) und Anlagen im „High Yield“ Segment. Gold und Silber vermochten nicht zu überzeugen und weisen für das Quartal Verluste von -0.7% bzw. -15.9% aus.

Konjunktur – Normalisierung nach ausserordentlichem Wachstum

Nach einem starken annualisierten Wachstum von 6.5% im zweiten Quartal, konnte die US-Wirtschaft diesen Trend im dritten Quartal fortsetzen, allerdings mit ein ertwas reduzierten Geschwindigkeit. Die Eurozone folgte dieser Entwicklung und wuchs annualisiert um gut 8% in der gleichen Berichtsperiode. Die Weltwirtschaft dürfte für 2021 insgesamt um ca. 6% wachsen und wird nicht zuletzt vom Dienstleistungssektor gestützt. Die globalen PMI's werden zurückgehen, was aber einer Normalisierung entspricht. Der veröffentlichte Einkaufsmanagerindex Europas fiel mit 56.12 schlechter aus als erwartet, bescheinigt aber weiterhin eine prosperierende Wirtschaft. Wir gehen nicht davon aus, dass neue COVID-19 Wellen das Wachstum in den grossen Volkswirtschaften erheblich beeinträchtigen werden.



Purchase Manager Indices (Quelle: Rahn+Bodmer)

FED Notenbank und EZB – Angepasste Rhetorik

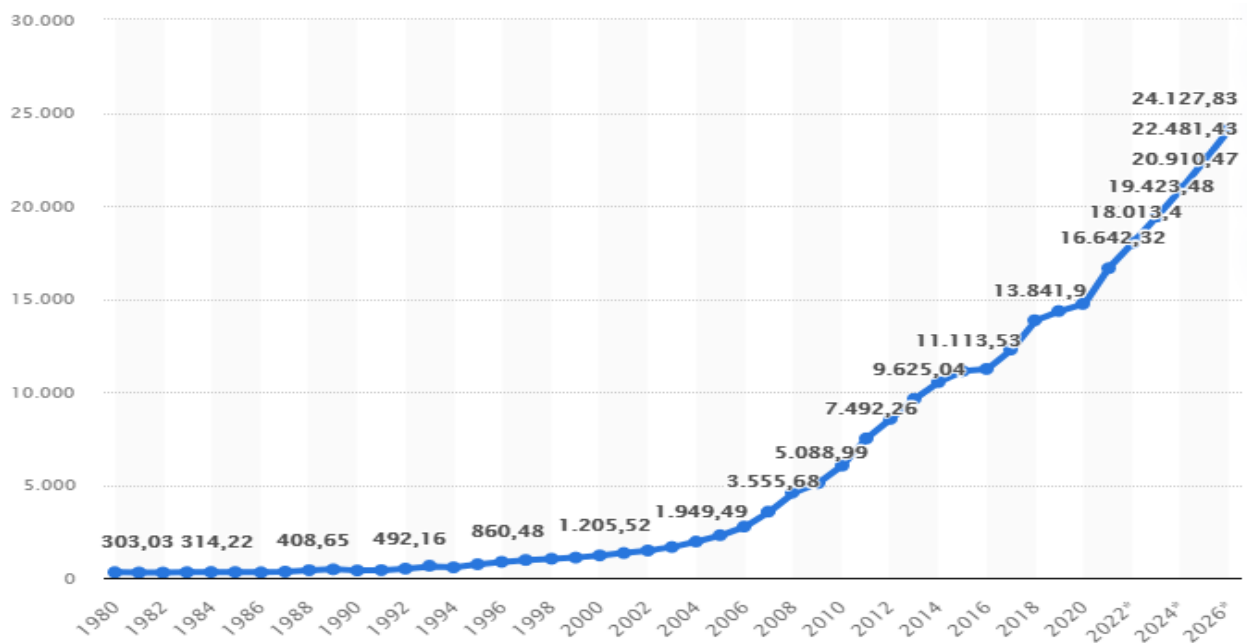
Wenig überraschend stelle Fed-Chef Powell am 22. September ein baldiges Tapering, also eine Reduktion der Wertpapierkäufe, in Aussicht, wobei er keinen konkreten Fahrplan nannte. Er läutet damit das Ende der besten aller geldpolitischen Welten ein. Ankündigungen bezüglich dem Zeitplan der reduzierten Anleihekäufe sind für das Fed-Meeting Anfang November zu erwarten. Powell nannte zumindest, dass er von einem Ende des Herunterfahrens der Anleihekäufe bis Mitte 2022 ausgeht; dies macht den Beginn für dieses Jahr wahrscheinlich. 50% der Fed Mitglieder rechnen mit einem ersten Zinsschritt im nächsten Jahr, 2023 könnten zwei bis drei weitere hinzukommen. Die US-Leitzinsen sind seit März 2020 in einem Zielband von 0 bis 0.25%. Die Inflation in den USA dürfte anhalten und höher bleiben als noch vor kurzem gedacht. Aus unserer Sicht ist Tapering ein Schritt Richtung Normalisierung, den Anleger nicht zuletzt aufgrund des Gewinnwachstums nicht fürchten sollten. Die Volatilität an den Märkten wird aber steigen.

Chinesischer Immobilienkonzern Evergrande - Ansteckungseffekt auf die Märkte?

Mit der erst 1996 gegründeten Evergrande hat nun auch China seine Immobilienkrise. Es war abzusehen, dass Bauen von grossen Immobilienprojekten auf Halde und teils für Spekulationen genutzt sowie riesige Schulden früher oder später zu einem Problem führen werden. Die Schulden von Evergrande betragen über USD 300 Mrd.; ca. 1.8% des chinesischen BIP oder so hoch wie 10% der italienischen Staatsschulden. Die Schulden von Evergrande machen aber nur 0.3% der gesamten chinesischen Schulden aus. Die chinesische Notenbank hat dem Markt Liquidität zugeführt. Sie signalisiert damit, dass man einen unkontrollierten Kollaps nicht zulassen wird. Evergrande mag sehr wohl untergehen, es soll jedoch in geordneten Bahnen ablaufen. Ein Konkurs von Evergrande kann von den chinesischen Banken verkraftet werden. Die Gefahr, dass Investoren und Käufer von unfertigen Wohnungen Verluste erleiden und es dadurch zu sozialen Spannungen kommt, muss aber vermieden werden. Um diese zu verhindern und das Übergreifen auf andere Immobilienentwickler zu verhindern, wird die chinesische Regierung aus unserer Sicht einschreiten und grössere Verwerfungen verhindern.

Ist China auf dem Weg sich zu isolieren?

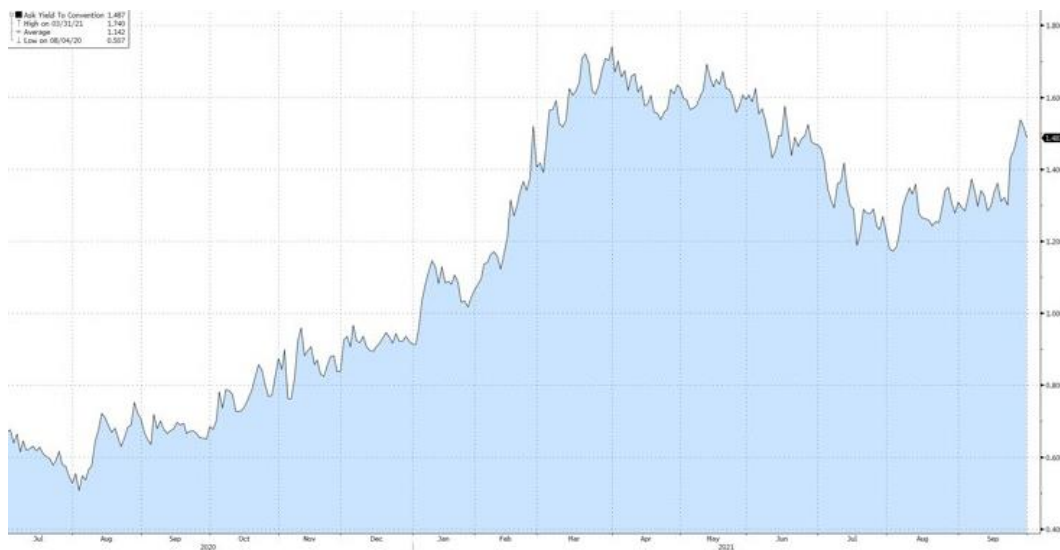
China unterzieht sein Konzept der internationalen Beziehungen einer Prüfung. Es will unabhängiger von ausländischem Know-how und Märkten werden. Kurzfristig sind die Interessen der Partei wichtiger als diejenigen des Marktes. Eine Verschlechterung der Beziehungen des Westens zu China ist wahrscheinlicher als eine Verbesserung. Im 14. Fünfjahresplan ist festgehalten, dass der heimische Markt zum Haupttreiber des Wirtschaftswachstums werden soll. Das Ziel der Parteiführung ist mehr Einfluss und Kontrolle. Auch unter dem Vorwand der Pandemie hat China die Überwachung der Bevölkerung erhöht. Die Einreise für Geschäftsleute ist schwieriger geworden; der Tourismus ist fast ganz eingebrochen. China bewegt sich zunehmend in einem instabilen internationalen Umfeld. Aufgrund seiner wirtschaftlichen Grösse und Macht der Partei setzt China international Regeln durch, wie es sich andere Länder nicht erlauben können. Die Steigerung des BIP und damit wirtschaftlicher Macht seit den 1980er Jahren ist beängstigend. Mit der Schweiz will China das Freihandelsabkommen nur verhandeln, wenn Menschenrechte nicht mehr angesprochen werden. Der Fall der Huawei-Finanzchefin Meng zeigt, dass jeder unbescholtene Bürger zur Geisel werden kann. China's Definition der Grenzen im Südchinesischen Meer provoziert. Die Welt scheint sich mit geschaffenen Tatsachen in Hongkong abgefunden zu haben. Wie mit China umzugehen ist, wird zur Herausforderung der nächsten Jahrzehnte. Wir sehen in der weiteren Entwicklung Gefahren und haben in den diskreten Mandaten reine China-Investments verkauft.



Bruttosozialprodukt China in Mrd. USD (Quelle: Statista 2021)

Zinsen – Vorsicht bei globalen Staatsanleihen

Mit der geänderten Rhetorik der Fed sind die Zinsen für 10-jährige Treasuries, die Anfang August noch bei 1.13% lagen, auf 1.53% angestiegen. Auch die Renditen 10-jähriger Bunds sind von -0.50% auf -0.20% gestiegen. Wir gehen davon aus, dass die Renditen nochmals leicht steigen werden. Das derzeitige Zinsniveau spiegelt die Erholung der Wirtschaft nicht wider. Anhaltend hohe Haushaltsdefizite, die noch unterschätzten Inflationsrisiken und die Rückführung der QE-Programme sprechen für steigende Bondrenditen. Wir betrachten dies als eine Normalisierung, mit der wir leben und diese tragen müssen. In Erwartung höherer Zinsen halten wir uns mit Anlagen in Anleihen so stark wie möglich zurück.



Rendite 10-jährige US Treasuries (Quelle: Bloomberg)

Aktienmärkte – durch Gewinnerholung unterstützt, kaum Alternativen

Nachdem die Aktienmärkte in den ersten 6 Monaten des Jahres weit überdurchschnittlich zugelegt haben, ist das Umfeld im 3. Quartal anspruchsvoller geworden. Die Aktienmärkte befinden sich in einem fortgeschrittenen Zyklus mit relativ hoher Risikobereitschaft der Anleger; dies betrifft vor allem den US-Aktienmarkt. Der MSCI World ist auf Basis der Gewinne der nächsten zwölf Monate mit 18.4x bewertet. Der Durchschnitt für die letzten 20 Jahre liegt bei 14.7x. Für die USA liegt das vergleichbare KGV bei 22,1x. Die tiefen Zinsen bzw. negativen Realzinsen rechtfertigen

aber eine höhere Bewertung. Die Wirtschaftserholung setzt sich – auch wenn verlangsamt – fort. Die Unternehmensgewinne sind solide und die Zinsen bleiben vergleichsweise tief. Die überwiegende Mehrheit der Unternehmen überraschte mit den Gewinnen auf der positiven Seite, wobei die positiven Überraschungen in den USA erneut höher ausfielen als in Europa. Knapp 90% der Unternehmen im S&P 500 erreichten oder übertrafen die Gewinnerwartungen. Allerdings dürfte es schwierig werden diesen Höhenflug aufrecht zu erhalten. Bei 80% der STOXX-600 Firmen sind die Dividenden höher als die Anleiherenditen. Barauszahlungen dürften auch in Zukunft einen grösseren Anteil an den Gesamterträgen haben. Firmen mit starker Stellung im Markt und damit Preissetzungsmacht werden in der Lage sein, höher Kosten auf den Kunden abzuwälzen.

Auch wenn wir aufgrund des anhaltenden Wirtschaftswachstums in Verbindung mit einer positiven Gewinnentwicklung nach wie vor für Aktien bullish sind, können bestimmte Ereignisse die Börse vorübergehend belasten. So steht im Oktober in den USA ein weiteres Mal die Erhöhung der Schuldenobergrenze an; ferner besteht die Gefahr einer sich weiter eintrübenden chinesischen Wirtschaft und der Fall Evergrande ist noch nicht gelöst. Die Notenbanken werden einen Weg finden müssen, die grosszügige Geldpolitik zu drosseln, was für eine gewisse Volatilität sorgen wird. Steigende Zinsen haben Ende Quartal vor allem die zinssensitiven Wachstumswerte an der Nasdaq belastet.

Disruptive Zeiten werden uns weiter begleiten. Gewisse Industrien werden an Bedeutung verlieren, und andere zukunftsgerichtet Branchen werden gewinnen. Wir sind überzeugt, dass gewisse Supertrends sowie der Fokus auf gute Unternehmen mit hohem Cashflow die Renditeaussichten im Portfolio steigern können. Die Emerging Markets werden länger brauchen um auf die Niveaus vor der COVID-Krise zurückzukehren. Wir bleiben bezüglich Emerging Markets untergewichtet und selektiv.

Gold – Aussichten trüben sich ein

Einer der wichtigsten Faktoren bezüglich der Höhe bzw. Entwicklung des Goldpreises sind die Höhe der realen Renditen die in Anleihemärkten zu erzielen sind. Unsere Einschätzung, dass die Wirtschaft sich weiter erholt und der Tiefpunkt der tiefen Zinsen durchschritten ist, deutet auf gewisse Risiken hin. Mit Blick auf die Äusserungen von Fed-Chef J. Powell, die eine Drosselung der Anleihekäufe schon diesen November signalisieren, hielt sich Gold relativ gut. Wir sehen derzeit kaum höhere Preise, belassen aber eine strategische Position als Versicherung gegen Krisen und höhere Inflation in den Portfolios.

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. Dazu gehören auch Anlagen im Krypto-Bereich aber auch Diversifikation in gute Hedge Fonds (wo erlaubt), die dazu beitragen, die Abwärtsrisiken zu verringern und die Portfolioentwicklung etwas zu glätten. Bei Aktien bauen wir auf Zukunftsthemen, Qualität und Marktführerschaft und damit Unternehmen, die aufgrund steigender Inflation auch höhere Preise im Markt durchsetzen könnten. Ein realer Kapitalerhalt ist aus unserer Sicht in erster Linie durch Aktien zu erlangen. Wir nehmen auch mal Gewinne mit und halten bewusst vorübergehend höhere Cashpositionen. Nennenswerte Korrekturen an den Aktienmärkten betrachten wir als Chance das Aktienengagement wieder zu erhöhen. Bezüglich Anleihen bleiben wir stark untergewichtet. Gold bleibt eine Ergänzung mit Funktion als Absicherung gegen Inflation und Krisen.

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

