



Strategie  
Update

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

Was für ein Jahr war 2021! Lieferengpässe, steigende Inflation, erste Anzeichen einer weniger expansiven Geldpolitik, China zurück zur diktatorischen Zentralwirtschaft, x-Pandemiewellen um den Globus gepaart mit Panik- und Angstmache der immer unglaublicheren Regierungen. Und dennoch hatten wir ein ausserordentlich gutes Börsenjahr, wenn man auf die richtigen Länder und Sektoren, wie auch auf die entsprechenden Gewinner gesetzt hat. Kaum einer hätte in den kühnsten Träumen anfangs Jahr prophezeit, dass wir ein derart gutes Börsenjahr haben werden und 2021 in der Nähe von neuen «All Time Highs» beenden. Woran liegt das? Die Weltwirtschaft und die Innovationskraft der Firmen lässt sich nicht aufhalten. Wir erleben gerade die grösste Disruption von Geschäftsmodellen und einer Erneuerung der Wirtschaft seit der Erfindung des Internets wenn nicht sogar seit dem Start unserer modernen Wirtschaftsordnung. Dieser positive Schub an Innovation verleiht vor allem den Unternehmen Flügel, die keine Angst vor Veränderungen und vor neuen Geschäftsmodellen haben, sondern die Talente anziehen, sie ausbilden und somit voranschreiten. In 10 Jahren ab heute werden die Firmen sauberer, verantwortungsvoller, schneller und besser sein, als wir uns das noch vorstellen können. Somit sind wir für die Zukunft optimistisch, auch wenn wir in 2022 wohl mit Rücksetzern und schwierigeren Zeiten rechnen müssen. Auch wir werden diesen Pfad der Nachhaltigkeit und Innovation weiter mit unseren Investoren gehen; denn die Sinnhaftigkeit von Investitionen ist die Triebfeder unserer Arbeit. Seien Sie gespannt und positiv für die Zukunft, wir sind es!

Zürich, 31.12.2021

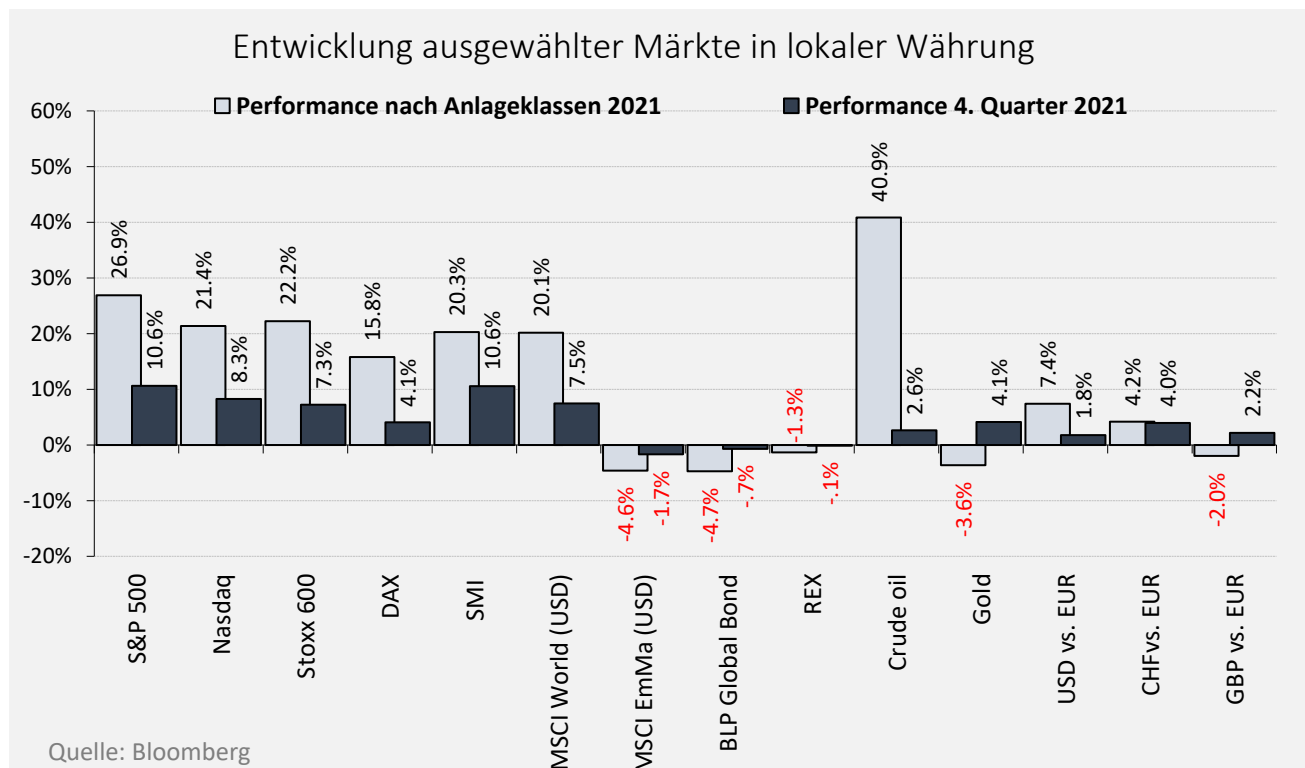
*Steffen Bauke*

# Strategie-Update 4. Quartal 2021

31. Dezember 2021

## Rückblick

Das Jahr 2021 stand im Zeichen von anlaufenden Impfprogrammen, fiskalischen Hilfspaketen, nach wie vor sehr lockerer Notenbankpolitik und starkem Gewinnwachstum. Diese Faktoren führten zu einem äusserst erfreulichen Aktienjahr, wobei die Gewinndynamik im 2. Halbjahr abnahm. Ab September sorgten Ängste bezüglich Zinserhöhungen, sehr hoher Inflation und neue Covid-19-Varianten für Verunsicherung bzw. mehr Volatilität, so dass nicht alle Indizes ihre Höchststände halten konnten. Im vierten Quartal überzeugten nicht zuletzt der amerikanische S&P 500 sowie der Schweizer SMI mit je einem Plus von 10.6%, während der DAX mit plus 4.1% zurückbleibt. Das abgelaufene Jahr beendet der S&P 500 mit einem aussergewöhnlichen Plus von 26.9%.



Die Rendite des DAX beträgt für 2021 15.8%, die des Schweizer SMI 20.3%. 2021 war ein schwieriges Jahr für Anleihen (Euro Gov. Bond Index -3.6%), ein Jahr eines eher schwachen Euro (-7.1% gegenüber USD) sowie ein enttäuschendes Jahr für Gold mit -4.0% USD per oz.

## Konjunktur – Normalisierung nach ausserordentlichem Wachstum

---

Die Konjunkturerholung steht vor Herausforderungen. Neben nach wie vor bestehenden Lieferengpässen, hohen Energiepreisen und Personalknappheit belastet eine neue Coronawelle bzw. die Virusmutation Omikron. Viele europäische Länder sind bereits auf dem Weg zu einem teilweisen Lockdown, was Dienstleistungsbereiche wie Tourismus, Gastronomie und Kultur erneut mit Unsicherheiten konfrontiert sowie das Konsumverhalten belastet. Die Einkaufsmanagerindizes in der Industrie (Purchasing Managers' Indizes, PMI) signalisieren indes, dass die Konjunktur in den meisten Ländern noch robust ist. Der globale PMI beläuft sich auf 54.2 (Werte über 50 signalisieren Wachstum). Für die Eurozone beläuft er sich auf 58.0, für die USA auf 58.7. Das Wachstum wird im ersten Halbjahr 2022 über dem Trend liegen und sich dann im späteren Jahresverlauf normalisieren. Der Internationale Währungsfonds rechnet für 2022 mit einem globalen Wachstum von 4.9%, gegenüber 5.9% in 2021. Die EU-Kommission prognostiziert für die Euro-Zone 2022 ein Wachstum von 4.3%, für 2023 noch von 2.4%. Wir betrachten die Zahlen für 2022 als ambitiös.

## Inflation – doch keine temporäre Erscheinung?

---

Viele Länder melden die höchsten Inflationsraten seit Jahrzehnten: 6.8% in den USA, dem höchsten Stand seit 40 Jahren. Im Euroraum betrug die Inflation per November 4.9%, in Deutschland gar 6.0%. Selbst der Fed-Chef Jerome Powell hat in einer Anhörung im Senat darauf verzichtet, die US-Inflation weiterhin als vorübergehend zu bezeichnen. Lange Zeit war die Inflation unter der Zielmarke von 2% der Notenbanken. Nun scheint der Geist aus der Flasche und es dürfte schwierig werden diesen wieder einzufangen. Teils lässt sich die Inflation zwar mit der Erholung jener Preise erklären, die im Vorjahr pandemiebedingt gesunken waren, etwa den Energiepreisen. Doch auch wenn die Inflation wieder zurückkommen wird, hat doch die EZB im Dezember die Prognose für 2022 mit 3.2% gegenüber 1.7% noch im September fast verdoppelt. In den USA steigen die die Löhne (Lohnstückkosten 8.1%) bereits kräftig, was die Inflationsgefahr erhöht.

## Notenbanken – vor schwierigen Aufgaben

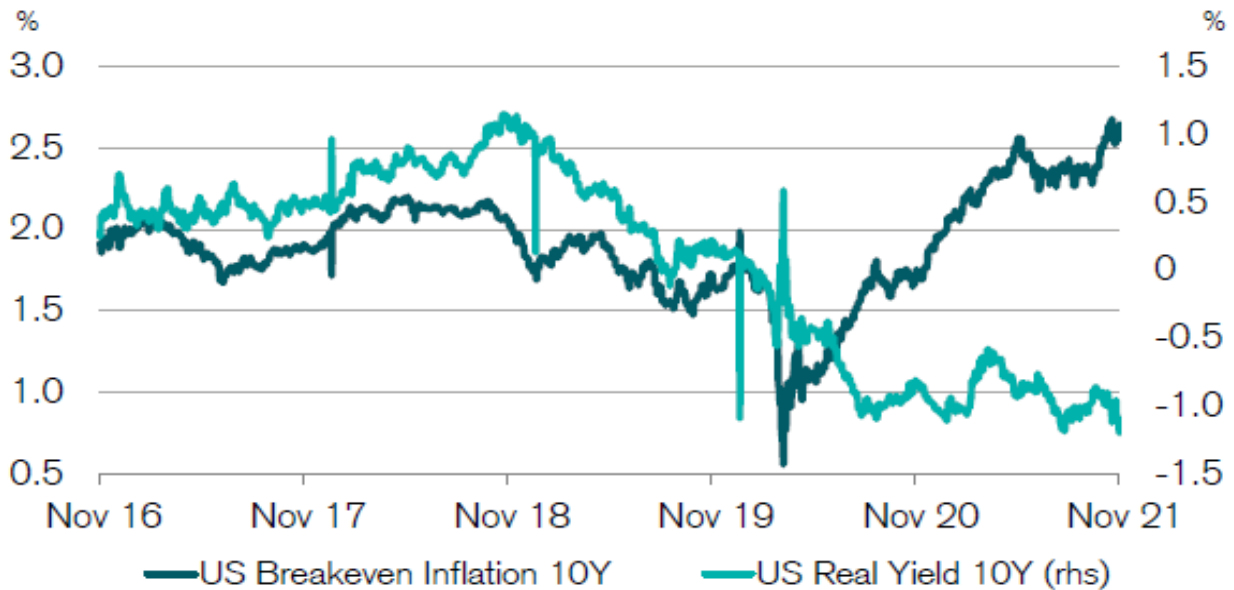
---

Grossbritannien hat die erste Zinserhöhung am 16. Dezember von 0.1% auf 0.25% bereits vollzogen. Am wahrscheinlichsten sind in den USA in 2022 drei Zinsschritte von jeweils 25 Basispunkten. Die US Fed hat anlässlich des Treffens vom 15. Dezember ein beschleunigtes Zurückfahren der Anleihekäufe beschlossen. Ab Januar wird sie statt 90 Milliarden USD nur noch 60 Milliarden USD Wertpapiere kaufen; ab März dürfte sie die Käufe dann ganz einstellen. In der Eurozone, der Schweiz und Japan dürften wir dagegen noch keine Zinserhöhungen sehen. Die Schweizerische Nationalbank hat kaum Handlungsspielraum und ist von der Geldpolitik der grossen Schwester im Euroraum abhängig. Die EZB steht unter Druck, auf jene Länder Rücksicht zu nehmen, die bei langfristig steigenden Kapitalmarktzinsen nicht mehr in der Lage sein könnten, ihre Schulden zu refinanzieren. Eine Normalisierung der Geldpolitik muss aber das Ziel sein; diese hängt von der Inflationsentwicklung und vom Wachstum ab. Die Notenbanken müssen den idealen Weg zwischen Überreaktion oder Untätigkeit finden. Der Ausnahmecharakter kann nicht über Jahre bestehen bleiben. Die Langzeitschäden werden unterschätzt. Die verschärfte Finanzrepression schürt die gesellschaftliche Spaltung und die Vorsorgewerke sind nicht in der Lage die notwendigen Renditen zu erzielen.

## Anleihen – negative Realrenditen noch für lange Zeit

---

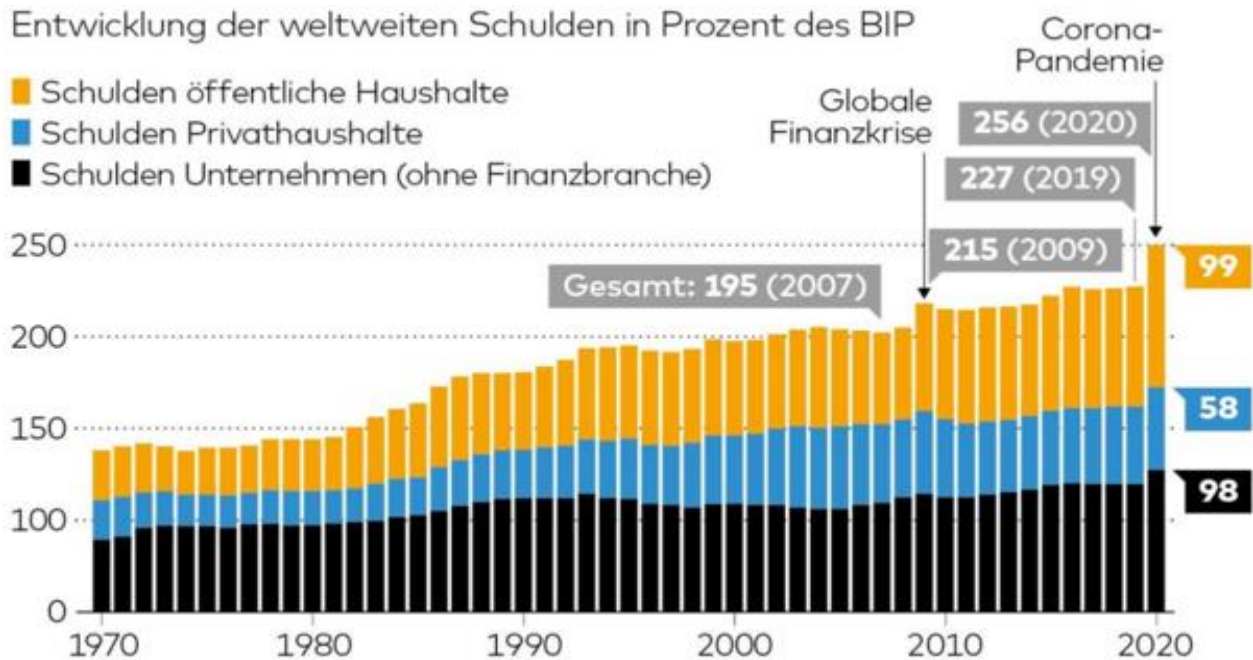
Die Anleihensmärkte werden von der Unsicherheit einer höheren und längerdauernden Inflation belastet. US-Staatsanleihen mit 10-jähriger Laufzeit rentieren real mit -4.9% (wenn man eine Inflation von 6.4% berücksichtigt) so tief wie nie zuvor. Die Wahrscheinlichkeit hat zugenommen, dass die Notenbanken ihren expansiven Kurs schneller verlassen müssen. Sollte sich die US Fed mit Ihrer Strategie vertan haben und müsste sie den Fuss stärker vom geldpolitischen Gaspedal nehmen, ist am grössten Anleihemarkt der Welt mit höherer Volatilität zu rechnen. Wir gehen davon aus, dass die Renditen in 2022 wieder steigen müssen. Wer soll sonst die Papiere des grössten Fixed Income Marktes kaufen? Die US-Staatsschulden lassen andererseits keine Zinsen über 2.5% zu. Auch Europa kann sich nicht wirklich höhere Zinsen leisten. Doch welche Realrendite verbleibt bei 30-jährigen Bonds mit einer Rendite von -0.1% p.a.? Wir gehen Anlagen in Anleihen so gut es geht aus dem Weg.



US Realrenditen auf nicht zu vertretendem Niveau (Quelle: Bloomberg, Credit Suisse)

## Weltweite Schulden – so hoch wie noch nie

Die Fiskalpolitik spielte in den letzten zwei Corona-Jahren eine übergeordnete Rolle. Vor allem die Staatsschulden sind in den letzten zwei Jahren nochmals kräftig gestiegen. Auch wenn die globalen Haushaltsdefizite in 2022 auf 5% abnehmen (2021: 7.6%), sind sie nach wie vor höher als 2019 (3.4%). Die totale Verschuldung ist in den letzten fünf Jahren um ca. 80'000 Milliarden USD auf 300'000 Milliarden USD gestiegen. Die Schulden können in Summe oder im Verhältnis zum BIP nur durch Budgetkürzungen oder höhere Steuern (beides eher unwahrscheinlich), Wirtschaftswachstum oder durch Inflation bei niedrigen Zinsen zurückgeführt werden. So schmerzhaft es tönt, letzteres, d.h. Finanzrepression, ist neben Wachstum der einzig politische gangbare Weg, um die enormen Schuldenberge zu reduzieren. Nicht zuletzt die Sparer, Pensionskassen, Rentner zahlen die Rechnung über teilweise Enteignung, um das Schuldenproblem auf Distanz zu halten. Gegen diese Finanzrepression gilt es sich so gut wie möglich zu schützen.



Weltweite Schulden (Quelle: IWF Global Debt Database)

## Aktienmärkte – durch Gewinnerholung unterstützt, kaum Alternativen

2021 war ein sehr gutes Börsenjahr mit vielen neuen Höchstständen. Ja, wir sind an einem Punkt angelangt, wo das Wirtschaftswachstum seinen Höhepunkt überschritten hat. Auch wird die Geldpolitik weniger expansiv sein, die Inflation sich weniger schnell normalisieren als erwartet und die Omikron-Variante lässt Besorgnis über das globale Wachstum aufkommen. Und trotzdem, auch wenn es nicht mehr so einfach sein wird, spricht vieles für eine Übergewichtung der Aktien.

Die Entwicklung der Unternehmensgewinne ist nach wie vor positiv, die Gewinnmargen höher denn je. Im dritten Quartal stieg bei den Aktien des S&P 500 der Vorsteuergewinn zum Vorjahr 37% und der Umsatz um 16%. Der Gewinn lag rund 15% über den Erwartungen, der Umsatz rund 6%. Im vierten Quartal dürfte das Plus der Gewinne gemäss Analystenkonsens auf 19% sinken, und im nächsten Jahr könnten die Wachstumsraten im mittleren einstelligen Bereich liegen. Einen Gewinnrückgang dürfte es aber nicht geben, das ist entscheidend. Es besteht gar Raum für positive Gewinnüberraschungen.

Teils werden alte Börsengewinner von neuen innovativen Firmen abgelöst werden. Die digitale Transformation geht weiter, Medizintechnik, Künstliche Intelligenz, Cybersicherheit – um nur einige Industrien zu nennen – werden sich weiterentwickeln und der Übergang auf eine CO<sub>2</sub>-neutrale Wirtschaft wird einer der folgereichsten Anlagetrends des kommenden Jahrzehnts werden. Aber auch gestandene, ältere Firmen mit Marktführerschaft und Preisanpassungsmacht sowie hohem Cashflow werden sich behaupten und für Gewinnsteigerungen sorgen.

Dividenden und Aktienrückkäufe sprechen ebenfalls für das Aktiensegment. Im S&P 500 sind sie für 40% der Gesamtrendite verantwortlich. 2021 dürften von den börsenkotierten Unternehmen ca. 1'460 Milliarden USD an Dividenden ausgeschüttet worden sein, das sind 54.5% mehr als noch 2011.

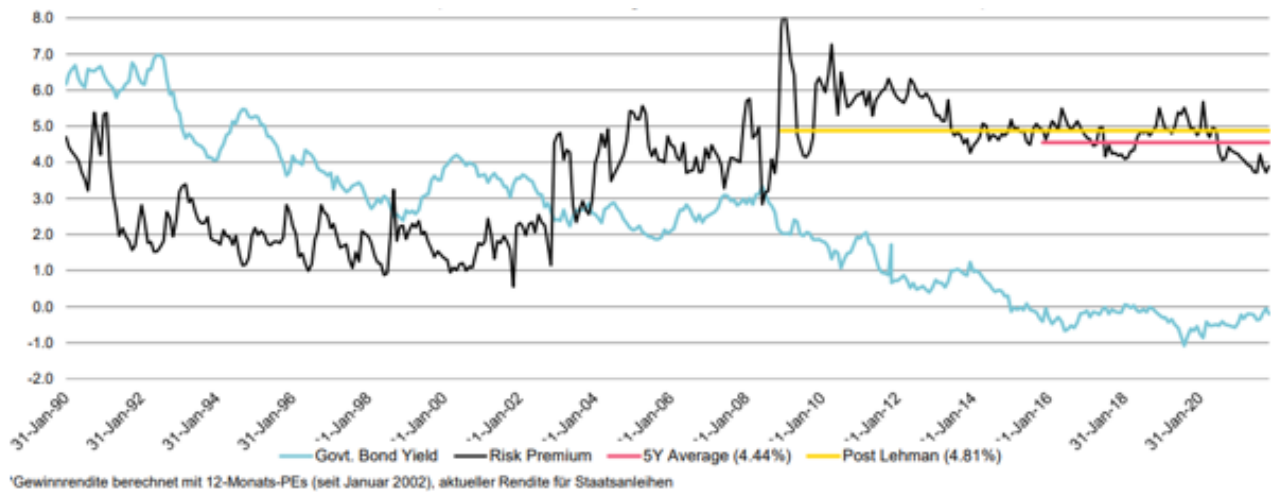
Der MSCI World notiert aktuell mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 17.8x. Dies liegt über dem Schnitt von 14.7x der letzten 20 Jahren und ist in erster Linie auf die Bewertung der amerikanischen Aktien zurückzuführen, die 65% dieses Indizes ausmachen. Der amerikanische S&P 500 ist mit einem KGV von 21.1 für die geschätzten Gewinne 2022 relativ hoch bewertet.



KGV globale Aktien nächste 12 Monate (Quelle: UBS)

Ausserhalb von Amerika haben sich die Bewertungen aufgrund von Gewinnsteigerungen, die über der Börsenentwicklung liegt, verbessert. Die KGVs der geschätzten Gewinne für die nächsten 12 Monate in Europa belaufen sich bei ca. 15, was wir mit Blick auf die heutigen Anleiherenditen attraktiv einstufen. Eine weitere Überzeugung in Aktien zu investieren zeigen Gegenüberstellungen der Aktienprämie gegenüber der Rendite von Staatsanleihen, die für die grossen Märkte alle ähnlich aussehen, wie die untenstehende für den Schweizer Markt.





Schweizer Aktienprämie vs. Rendite Eidgenossen (Quelle: Bloomberg, Vontobel Equity Research)

## Nachhaltiges Anlegen – heute eine Verpflichtung

2021 war nicht nur ein Jahr von weiteren Corona-Wellen, es war auch ein Jahr schwerer Wetterereignisse, Rekordhitzewellen in Nordamerika, u.a. in Kanada, verheerenden Überschwemmungen in Deutschland und anderswo sowie einer neuen Häufigkeit von Tornados in den USA. Der Klimawandel lässt sich nicht leugnen. Wir wollen Verantwortung mitübernehmen und unseren Beitrag leisten, damit auch unsere Kinder und Kindeskinde in einer lebenswerten Welt ihre Zukunft gestalten können. Wir berücksichtigen u.a. nachhaltige Investment und werden unsere Anlagen mittels hochentwickelter Programme unabhängiger Drittanbieter einer Prüfung unterziehen. Indem wir uns von Klimasündern fernhalten und auf neue Industrien und intelligente Lösungen konzentrieren, wollen wir Nachhaltigkeit in unseren Portfolios mitberücksichtigen die mit einem guten Ertrags-/Risikoverhältnis einhergeht.

## Umgang mit geopolitischen Risiken

Die geopolitischen Risiken sind klar grösser geworden. Iran trotz den Sanktionen und zeigt sich weniger kompromissbereit. Das russische Aussenministerium stelle Mitte Dezember mit Bezug auf die Ukraine absurde Forderungen, die die Lage weiter verkomplizieren und nichts Gutes ahnen lassen. Mit permanenten Nadelstichen scheint Russland, zweitgrösste Militärmacht der Welt, wirtschaftlich aber kleiner als Italien, den Konflikt nicht wirklich lösen zu wollen. Wir beobachten

eine aggressivere chinesische Aussenpolitik bis hin zu einer nicht auszuschliessenden Vereinnahmung eines Tages von Taiwan. Sich zuspitzende Krisen können die Märkte aufgrund wirtschaftlicher Folgen, vor allem aber psychologischer Wahrnehmungen belasten. Politische Börsen haben in der Regel kurze Beine. Falls erkennbar, werden wir Risiken rechtzeitig reduzieren. Wir wollen die Risiken, vor allem mit Bezug auf die Taiwan-Frage nicht klein reden. Längerfristig werden aber auch solche Korrekturen Kaufgelegenheiten sein, da sich das Umfeld für die meisten Firmen wenig ändern wird.

## Gold

Gold hat 2021 enttäuscht. Obwohl die Inflation stark gestiegen ist, die Realzinsen negativ sind und geopolitische Gefahren grösser geworden sind, hat Gold in USD per oz 2021 4.0% verloren. Es waren die guten Aktienmärkte, die Investoren weitgehend von Gold abgehalten haben. Wie bereits im letzten Quartalsbericht erwähnt, ist der wichtigste Faktor bezüglich der Höhe bzw. Entwicklung des Goldpreises die Höhe der realen Renditen. Steigende US-Realzinsen werden Gold in 2022 konkurrenzieren. Die jüngsten Kommentare der Fed zu einer strafferen Geldpolitik versetzten Gold einen Dämpfer. Die Beziehung von Gold zur Inflation ist eher schwach. Wir halten Gold nach wie vor als Diversifikation u.a. als Absicherung gegen geopolitische Krisen. Der Markt hat mittlerweile erste Zinserhöhungen bzw. viel Negatives eingepreist.



Goldpreis und Realzinsen (Quelle: Vontobel, Refinitiv Datastream)

## Fazit – Ausblick

---

2021 waren Anleger gut beraten, diszipliniert an ihren langfristigen Zielen festzuhalten und investiert zu bleiben. Daran wollen wir auch in 2022 festhalten. Ein nach wie vor gutes Wirtschaftswachstum, wieder nachgebende Inflationsraten, eine Normalisierung von Angebot und Nachfrage, stabilisierende Energiepreise dürften auch 2022 zu Gewinnsteigerungen der Firmen führen und ein günstiges Umfeld für Aktien bilden. Wir sehen 2022 und 2023 noch keine Rezession und damit auch keine Börsenbaisse. Allerdings wird die Luft immer dünner, vor allem wenn die Notenbanken an der Zinschraube stärker drehen werden, als aktuell angenommen. Denn jedes Mal waren die Notenbanken zu spät im Zinszyklus und haben dann mit schnelleren Zinssteigerungen die Wirtschaft abgewürgt. Wir sehen das aktuell nicht als sehr grosses Risiko, aber dennoch werden wir vorbereitet sein, sollte sich der Wind an den Börsen drehen. Wir werden die Portfolios weiterhin auf die wichtigsten disruptiven Trends unserer Wirtschaft sowie auf gute Aktien zukunftsorientierter Firmen mit starken Cashflows und Marktführerschaft ausrichten. Mit einer solchen Strategie wollen wir einer Finanzrepression entgegenreten. Niedrige Zinsen, Renditen und Risikoprämien sprechen für eine fortgesetzte Suche nach „unkonventionellen“ Renditen. Dazu gehören auch intelligente, marktneutralere Anlagen im Krypto-Bereich aber auch Diversifikation in gute Hedge Fonds (wo erlaubt). Bezüglich Anleihen bleiben wir weiter stark untergewichtet. Gold bleibt eine Ergänzung mit der Funktion als Absicherung gegen Krisen.

Ihr Belvoir-Team

Autoren: Steffen Bauke, Mauro Tempini , René Stoll & Peter von Elten

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

