



Strategie
Update

Vorwort von Steffen Bauke, CEO

Liebe Investorinnen, liebe Investoren

Inzwischen befinden wir uns im Monat zwei des Ukraine Krieges und ein schnelles Ende scheint nicht in Sicht. Die Bilder von Leid, Flucht, Vertreibung und Zerstörung kommen täglich in unsere Wohnzimmer und es fällt einem schwer, damit umzugehen. Wir stellen uns die Frage, wie ein möglicher Ausweg aus diesem Krieg aussehen könnte? Die sich immer schneller drehende Eskalationsspirale und die daraus resultierende Verhärtung der Fronten bereiten Kopfzerbrechen nicht nur für die Geopolitik sondern auch für die Wirtschaft. Die Auswirkungen sind längst auch in unserem Portemonnaie angekommen. Durch Sanktionen und Gegensanktionen, durch die Kappung vieler Lieferketten aus Osteuropa und durch die Rohstoffpreisexplosion vor allem bei den fossilen Energieträgern macht sich allenthalben Ernüchterung bei den wirtschaftlichen Aussichten breit. Die Wachstumsschätzungen in Europa für 2022 wurde drastisch nach unten korrigiert. Eine Rezession in Europa gepaart mit deutlich angeheizter Inflation malt sich als Schreckensgespenst gerade an die Wand. Das Wort Stagflation wird allerorten als wahrscheinlichstes Szenario angenommen. Umso erstaunlicher scheint es, dass die Märkte im März eine Erholung hinlegten. Warum stellt sich die Frage? Die Wirtschaft läuft vor allem in den USA auf Hochtouren trotz der Zinswende oder gerade weil die Zinswende zu spät eingeläutet wurde. Zudem sitzen die Unternehmen weltweit auf Cashreserven wie noch nie in der Geschichte. Allein in 2022 sollen Dividenden an die Anteilseigner von Aktien in Höhe von 2.200 Milliarden USD ausgeschüttet werden. Diese Tatsachen bilden einen natürlichen Boden für sinkende Kurse vor allem

bei Aktien. Die wichtigere Frage in unseren Allokationsüberlegungen ist, welche Branchen und welche Firmen sind in der Lage die Inflation in Form von Preiserhöhungen an die Kunden weiterzugeben und welche Unternehmen kommen hier eher unter die Räder. Sprich die Selektion der Branchen und Titel wird entscheiden, ob man über absehbare Zeit mit Aktien Geld verdienen kann oder nicht.

Uns beschäftigt die Frage, ob und - wenn - wie der USD als Weltleitwährung nun über Zeit abgelöst wird? Denn die USA haben ihre Währung nun massiv als taktische Waffe gegen Russland eingesetzt, das könnte sich als starker Fehler erweisen. Wie ich persönlich glaube, ist das der Anfang vom Ende des Dollars als Weltleitwährung, denn andere Staaten sind nun auf der Hut, allen voran China und der mittlere Osten (UAE und Saudi-Arabien). Sie werden über Zeit Ihre USD Reserven abstossen und weiter reduzieren. Das wird für die USA als hochverschuldetes Land über Zeit zum riesigen Problem. Schon jetzt besitzt die US-Notenbank einen Grossteil der Schulden der USA. Zudem wird sich jeder Handelspartner mit den USA die Frage stellen, wie er aus der Dollarabhängigkeit herauskommt, falls die USA den Partner auf einmal nicht mehr als Freund, sondern als Feind betrachten. Erste Tendenzen sind schon sichtbar, wie Ölkontrakte bspw. in Abu Dhabi über die Blockchain und Cryptowährungen abgewickelt werden oder Saudi-Arabien mit China Öl über Renminbi handelt.

Generell sehen wir eine Zäsur in der Weltordnung, die über die nächsten Jahre fortschreiten wird. Europa gilt aktuell als Verlierer, folglich sollte man hier genau hinschauen, wo und wie stark man investiert.

Zürich, 31.03.2022

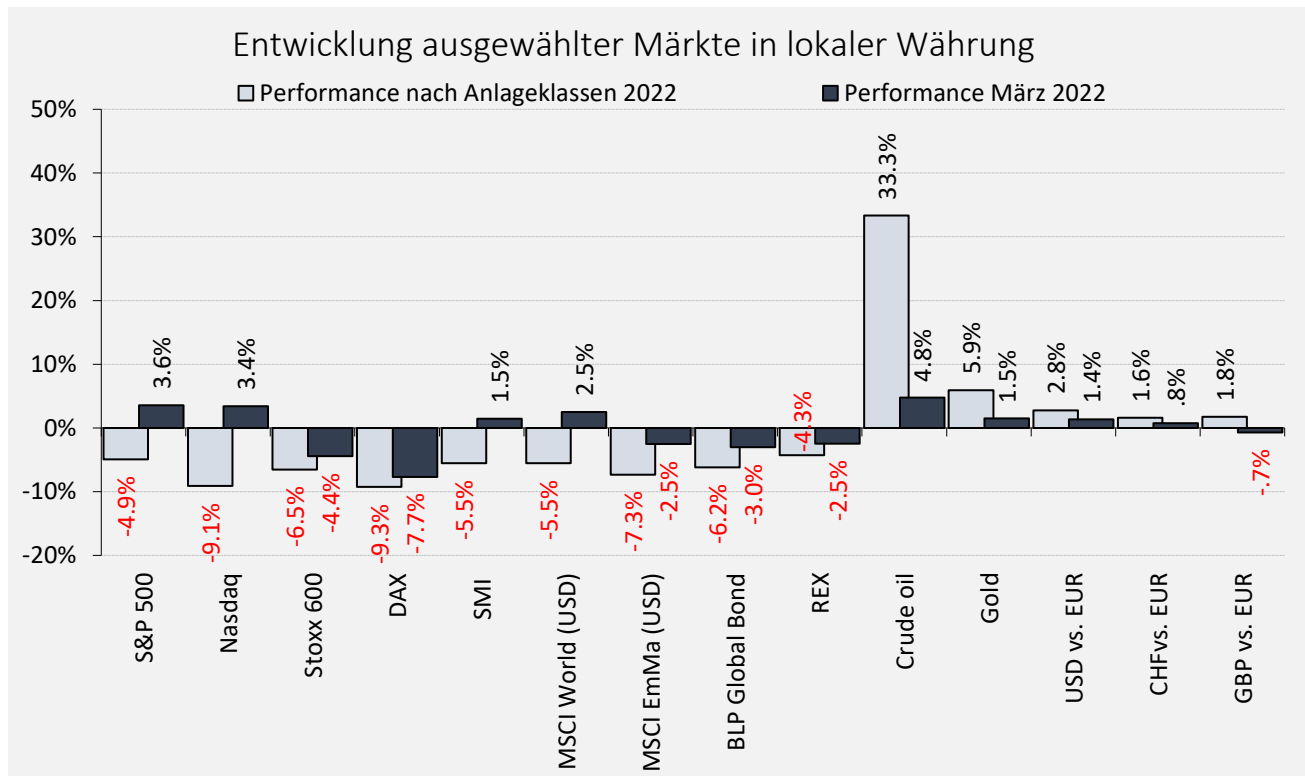


Strategie-Update 1. Quartal 2022

31. März 2022

Rückblick

Den Begriff Zeitenwende sollte man nicht zu oft bzw. leichtfertig verwenden. Noch selten war der Begriff aber so angebracht wie für das vergangene Quartal. Beschäftigten Anleger um die Jahreswende vor allem die anstehenden Zinserhöhungen bzw. die Politik der Notenbanken, so haben seit Februar die Spannungen und schlussendlich der Einmarsch in die Ukraine das Weltbild total verändert und zu hohen Schwankungen auf fast allen Märkten geführt. Im Tief um den 4. März verloren seit 1.1. der DAX 19.2%, der S&P 500 12.4% und der SMI 14.1%. Die Verluste konnten zu einem grossen Teil wettgemacht werden (siehe untenstehende Grafik). Die Zins- und Kursbewegungen an den Anleihenmärkten waren noch aussergewöhnlicher als die Volatilitäten bei den Aktien. Bei Anleihen mit längeren Laufzeiten fielen aufgrund höherer Zinsen grössere Verluste an. Erdöl (Brent) verteuerte sich im 1. Quartal um 38.8%, in der Spitze am 8.3. um 64.4%. Aktien aus



den Bereichen Roh- und Grundstoffsektor sowie von Öl und Gas konnten als einzige Sektoren zulegen. Gold wurde als Krisenwährung nachgefragt und verteuerte sich im 1. Quartal auf EUR-Basis um 9.1%. Der gesamte Krypto Markt zeigte sich, insbesondere vor dem Hintergrund der erwähnten Zeitenwende, im 1. Quartal als resilient. Stellvertretend für den Gesamtmarkt sei die Entwicklung des Bitcoin erwähnt, der das 1. Quartal nach einem wilden Ritt mit 2.7% leicht im Minus abschloss.

Konjunktur – Stagflation oder gar Rezession in Europa möglich

Von entscheidender Bedeutung ist, wie sich der Konflikt in der Ukraine und damit verbundenen, höhere Energie- und Rohstoffpreise auf die Wirtschaft auswirken. Noch scheinen die Wachstumsaussichten vor allem in den USA intakt und über dem Trend. Je länger der Krieg jedoch andauert, umso höher ist das Risiko, dass die Wirtschaft, vor allem in Europa, in Mitleidenschaft gezogen wird. Die unvermeidliche Sanktionsspirale wird die europäischen Wirtschaft mittel- bis langfristig treffen und zu einem tieferen Wachstum führen. Europa braucht andere Energielieferanten und wird auch über Atomstrom nachdenken müssen. Eine Rezession in Europa ist im nächsten Jahr möglich. Die erhöhte Inflation wird sich weltweit mindernd auf das Konsumverhalten auswirken und damit das Wirtschaftswachstum zusätzlich negativ beeinflussen. In den USA macht der Privatkonsum 70% vom BIP aus und ist damit der Haupttreiber der grössten Volkswirtschaft. Die Prognosen für das Wirtschaftswachstum werden kontinuierlich gesenkt. Der IWF hat seine Prognose für das weltweite Wachstum um 0.5% auf 4.4% gesenkt. Die Fed hat diese von 4% auf 2.8% heruntergenommen. Das US-Konsumentenvertrauen ist auf den tiefsten Stand seit mehr als 10 Jahren gefallen. Die ZEW-Konjunkturerwartungen sind im März so stark zurückgegangen wie noch nie seit der Erhebung in 1991.

Ukraine Krise – Weit mehr als ein lokaler Konflikt - Rückschlag für die Globalisierung bzw. die Weltwirtschaft

Schon die Corona-Krise hat einen gewissen Grad der Deglobalisierung eingeleitet. Diese ist aber nur ein harmloses Vorspiel zu den Auswirkungen die der Konflikt in der Ukraine mit sich bringt. Die harten Sanktionen gegen Russland und der Rückzug einer Mehrheit der internationalen Konzerne hat Russland von der Globalisierung fast vollständig ausgeschlossen. Weltweit wird viel davon abhängen, wie sich China in der Zukunft positioniert. Sollte China deutlicher Position zugunsten von Russland einnehmen, werden Konsequenzen des Westens nicht auf sich warten lassen.

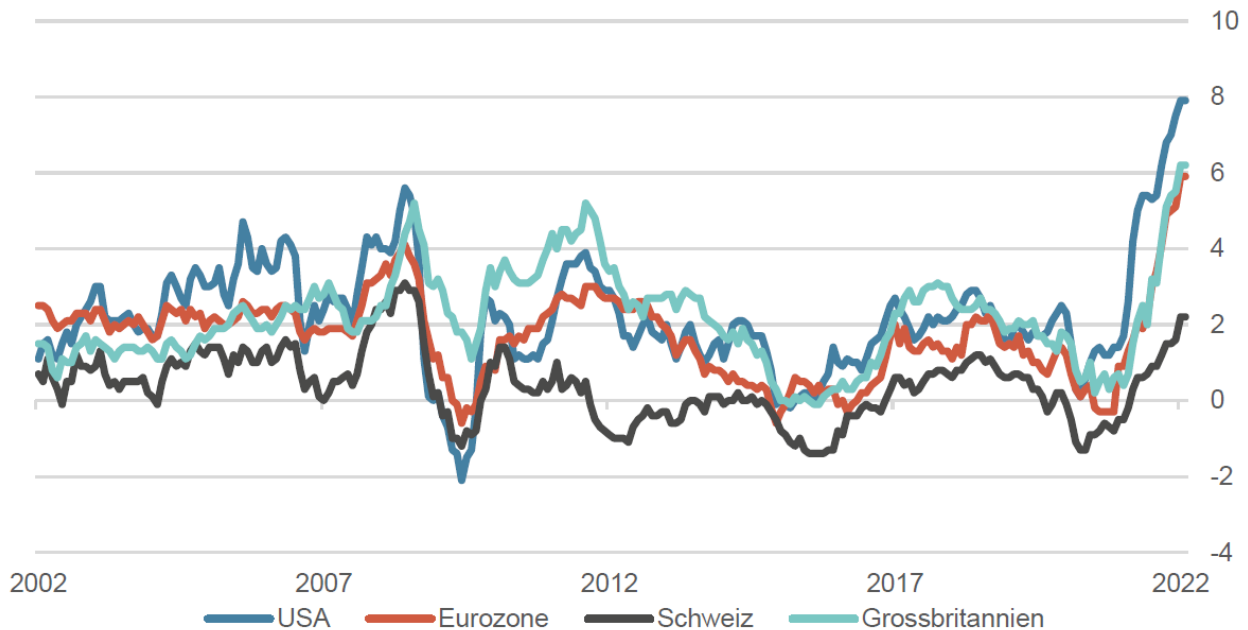
Dies würde die Globalisierung bzw. Wirtschaft der ganzen Welt für Jahre zurückwerfen. Eine Teilung der Welt, politisch, ideologisch, wirtschaftlich und militärisch, ist nicht auszuschliessen. Wir gehen davon aus, dass sich China pragmatisch verhält und den Westen nicht herausfordern wird, sich aber auch nicht von Russland distanziert. Vordergründig hält sich China bedeckt, dies wohl auch weil die USA mit einem Anteil von 17% der wichtigste Handelspartner sind. Russland wird sich nicht aus der Ukraine zurückziehen, die Landbrücke zur Krim und die Kontrolle des Donbass bleibt das Ziel. Das Problem ist, dass Putin den Kampf um die Ukraine mit dem Überleben seines Regimes gleichsetzt und er zeigt, dass ihm kein Preis zu hoch ist.

Auch wenn die Wirtschaft von Russland und der Ukraine nur ca. 2.5% der Weltwirtschaft ausmachen, sind die Auswirkungen für die Wirtschaft vor allem in Europa dramatisch. Russland nimmt bei fossilen Brennstoffen und in der Landwirtschaft eine führende Stellung ein. Russland liefert zwei Drittel seiner Ölexporte in den Westen. Bei Gas ist die Abhängigkeit noch grösser; Deutschland bezieht 60%, Italien 50% Gas aus Russland. In Ungarn und Österreich sind es gar 100%. Nahezu ein Drittel der globalen Weizenexporte stammen aus Russland und der Ukraine. Russland ist für 40% der Palladiumproduktion zuständig. Die Folge dieser Abhängigkeiten werden zusätzliche Inflation und Rückgang des Wirtschaftswachstums sein.

Inflation – der Geist ist aus der Flasche, Notenbanken vor einem Dilemma

Die Inflation in den USA liegt mit 7.9% weit über dem mittelfristigen Ziel und im US-Arbeitsmarkt gibt es ungewöhnlich viele offene Stellen. In den USA gewinnt die Lohnpreisspirale deutlich an Schwung. Der Inflationsgeist ist aus der Flasche und dürfte vor allem in Europa schwer zu kontrollieren sein. Aufgrund der stärkeren Verflechtung der EU mit Russland, dürfte sich die Inflation in der EU dem höheren Niveau in den USA annähern. Wie am 31.3. bekannt wurde, hat die Inflationsrate in Deutschland im März 7.3% erreicht, was einem 40-Jahre Hoch entspricht. Die Situation dürfte sich kurzfristig nicht entspannen, selbst wenn die Energiepreise zurückkommen. Preise für Rohstoffe und Lebensmittel sind deutlich gestiegen. Damit verbunden sind Sorgen der Anleger um die Zinsentwicklung. Eine Rückkehr der Inflation zu den lange angestrebten 2% scheint vorerst wenig realistisch.

Inflationsraten USA, Eurozone, Schweiz & Grossbritannien, 20 Jahre

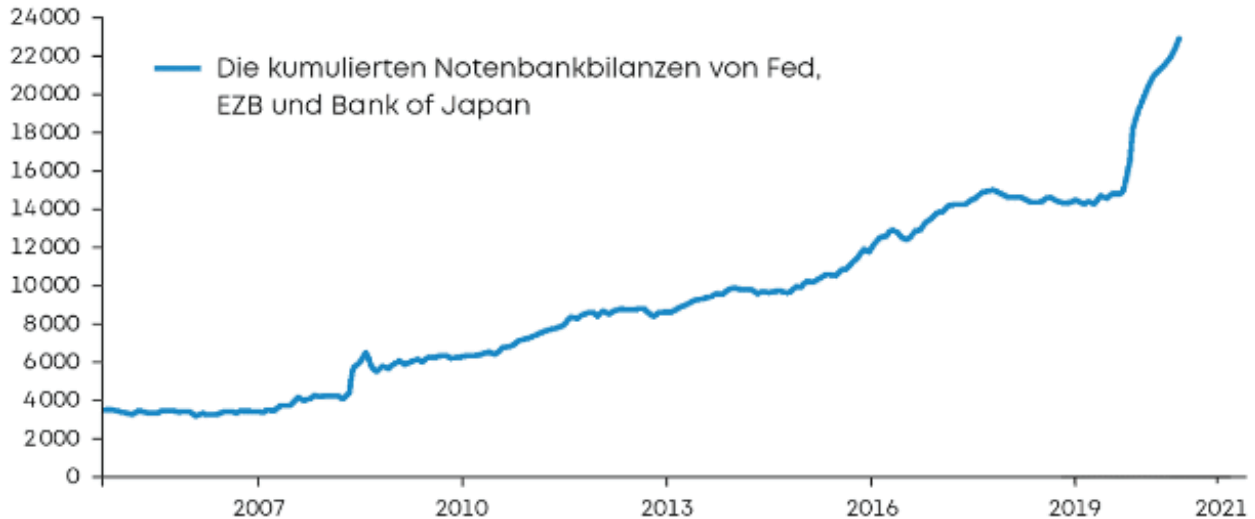


Quelle: Quelle: Bloomberg Finance L.P.

 Notenbanken – die Zinswende ist da

Die US-Notenbank reagierte am 16.3. mit Verzögerung auf die hohen Inflationszahlen und hat die erste Anhebung des Leitzinses seit 2018 um 0.25% bekanntgegeben. Weitere 6 Schritte à 0.25% oder gar 0.5% sind zu erwarten. Im Weiteren stellte die FED eine Verkleinerung der Fed-Bilanz in Aussicht. Gemäss Fed-Präsident Jerome Powell wächst die US Wirtschaft so stark, dass dies nicht mehr auf die ausserordentlich grosszügigen Rahmenbedingungen angewiesen sei. Powell hat keine Wahl; handelt er nicht setzt er seine Glaubwürdigkeit aufs Spiel. Auch die EZB hat ihre Rhetorik kürzlich angepasst und schliesst Zinserhöhungen 2022 nicht mehr explizit aus. Die Finanzmärkte erwarten, dass die EZB die Leitzinsen in den nächsten 18 Monaten fünfmal um jeweils 10 Basispunkte anheben wird. Die Notenbanken sind durch die Ukraine Krise noch mehr in einer Zwickmühle. Sollen sie aufgrund der explodierenden Energiepreise den Fokus auf Inflationsbekämpfung legen oder einer Abschwächung der Wirtschaft entgegenhalten?

Entwicklung der grössten drei Zentralbankenbilanzen



Quelle: Federal Reserve Bank of St. Louis, themarket.com

Anleihen – Hohe Verluste in kürzester Zeit

Die Aussicht auf eine ganze Reihe von Zinserhöhungen hat die Renditen seit Anfang März sprunghaft ansteigen lassen. Die Renditen von 10-jährigen Treasury erhöhten sich im 1. Quartal von 1.51% auf 2.32%, jene von deutschen 10-jährigen Bunds von -0.19% auf 0.57%. Dies bedeutet herbe Verluste für Anleihensgläubiger. Mit „sicheren“ 10-jährigen Bunds hat ein Anleger in einem Monat seit 1.3. 6.2% verloren. Ein gut diversifiziertes Portfolio qualitativ guter Unternehmensanleihen in EUR hat seit Anfang Jahr ebenfalls ca. 6% verloren. Dies ist der Grund weshalb wir Anlagen in Anleihen seit geraumer Zeit auf dem absoluten Minimum halten. Sollte das Renditeniveau weiter steigen, stehen Investoren weiter Verluste bevor. Wir gehen davon aus, dass die Renditen von US-Treasuries bis Ende Jahr auf über 3% steigen, jene von 10-jährigen Bunds auf 0.7 – 0.8%. Vor der Finanzkrise von 2008/2009 war das Zinsniveau bei 4-5%. Dieses Zinsniveau werden wir aufgrund der hohen Verschuldung nicht erreichen.

10-jährige Staatsanleihen, wichtigste Märkte, 5 Jahre, Renditen in %



Quelle: Investment Center Aquila AG

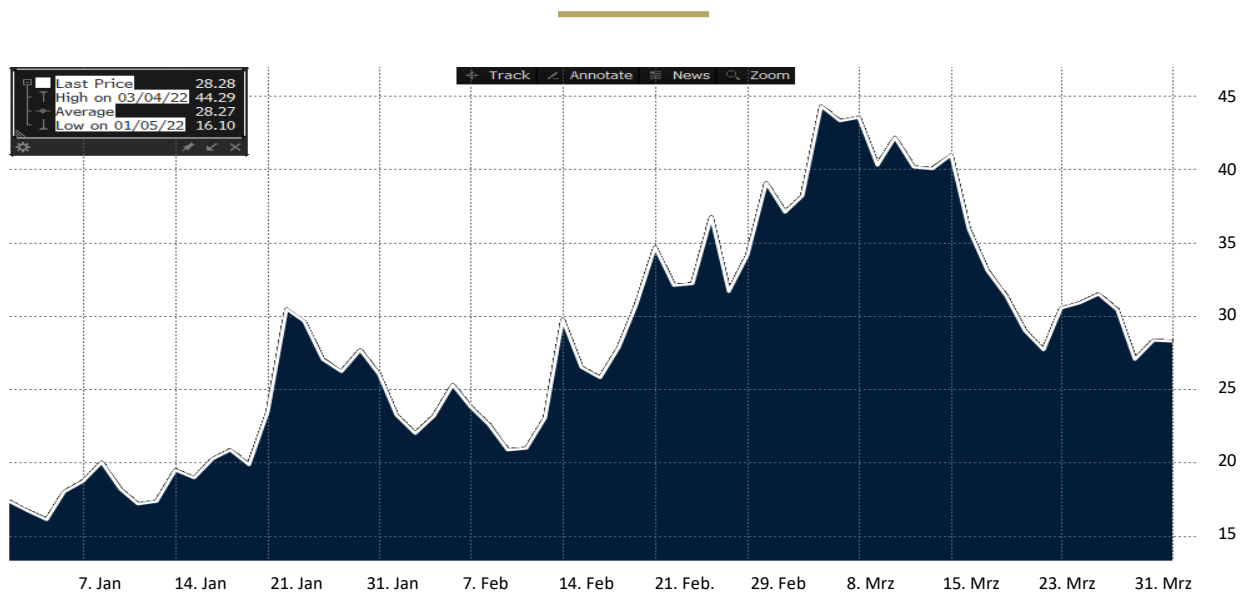
Aktienmärkte – stärkerer Fokus auf US-Werte und dividendenstarke Firmen

Der Januar 2022 war von einer starken Outperformance der Value Werte geprägt. Die Einsicht, dass die Zeit der Null-Prozent-Zinsniveaus mit Blick auf die hohen Inflationsraten vorbei ist, führte zu einer Bewertungskorrektur in den hoch bewerteten Aktiensegmenten. Die Aktienmärkte werden derzeit vor allem vom Ukraine-Konflikt geprägt. In den meisten geopolitischen Krisen waren nach 6 bis 12 Monaten die Aktienmärkte höher als vorher. Ausnahmen waren 9/11 und das arabische Ölembargo in den 70er Jahren. Die Aktienmärkte waren in den letzten Wochen ein paar Mal von der Hoffnung getrieben, dass es zwischen Russland der Ukraine zur einer Einigung kommen könnte. Wir möchten vor zu viel Zuversicht in dieser Sache warnen. Putin ist nicht Gorbatschow, der bereit war, sein Machtsystem und seine Weltsicht zu hinterfragen; der Konflikt wird sich noch länger hinziehen. Aufgrund des Ukraine-Konflikts haben wir US-Aktien etwas stärker berücksichtigt, da diese weniger von der Energieabhängigkeit betroffen sind. Rückkaufprogramme von USD 1 Mrd. werden US-Aktien zudem weiter unterstützen.

Bei aller Tragik, die Märkte konzentrieren sich momentan zu stark auf den Ukraine-Konflikt. Für die Börsen stellt derzeit die Inflation, mögliche geldpolitische Handlungen und Folgen auf das Wirtschaftswachstum das grössere Problem dar. In einem Umfeld von höheren Teuerungsraten und nachlassendem Wirtschaftsumfeld gilt es auf Unternehmen zu setzen, die auch in einem schwierigeren Marktumfeld Preissteigerungen an Verbraucher weitergeben können und damit über eine hohe Preissetzungsmacht verfügen. Wir richten uns auf cashflow- bzw. dividendenstarke Firmen aus, die bereits heute und nicht in Zukunft hohe Erträge erwirtschaften.

Da die geopolitischen Risiken hoch bleiben, werden wir auch mit erhöhten Schwankungen bzw. Volatilitäten leben müssen. Es gilt risikobewusst, nicht risikoavers zu agieren. Wir steuern das Risiko auch über unsere taktische Asset Allocation. Ein geändertes Weltbild bietet auch Chancen. Der Umbau der Industrie in Europa zu sauberen Energiequellen und damit mehr Unabhängigkeit wird ohne Rohstoffe nicht möglich sein. Einzelne Investments in Energie und Rohstoffwerte (Absicherung gegen Inflation) dürfen kein Tabu sein, zumal sich Firmen wie Shell stark auf saubere Energie ausrichten. In den Bereich Verteidigung investieren wir aus grundsätzlichen Überlegungen nicht. In grösseren Portfolios darf auch darüber nachgedacht werden, wie von der höheren Volatilität profitiert werden kann.

Volatilität DAX (VIX) 1. Quartal 2022



Quelle: Bloomberg

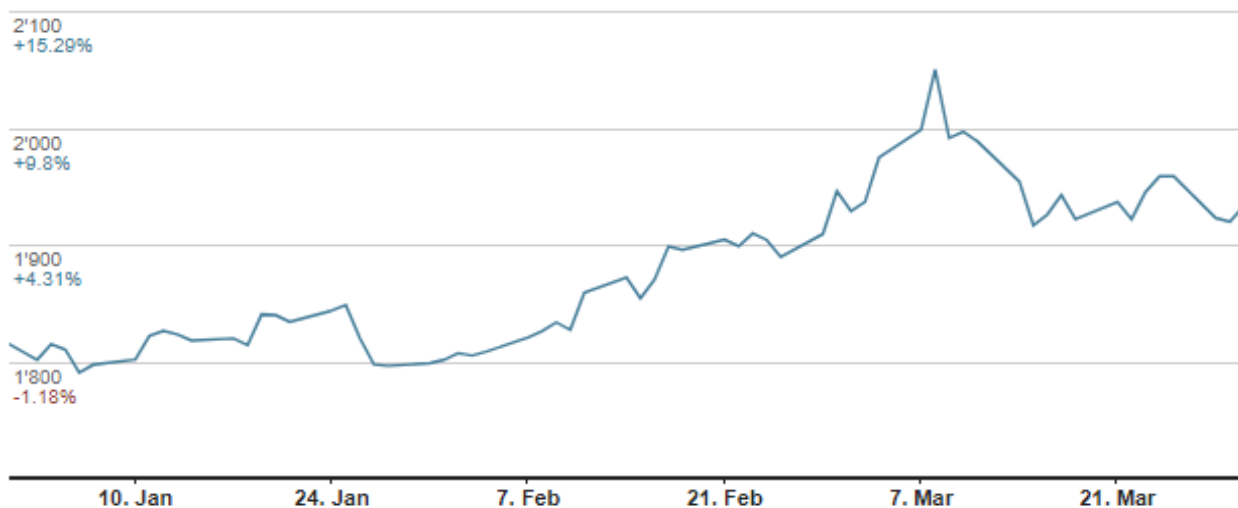
Währungen – die Fakten sprechen nicht für den EUR

Der EUR hat gegenüber dem USD in ersten Quartal 2.5% nachgegeben, gegenüber dem CHF verlor er 1%. Am 4.3 notierte der EUR/CHF kurz gar unter der Parität von 1. Die Fakten sprechen bis auf weiteres gegen den EUR. Im Gegensatz zu den USA hat der Ukraine Konflikt für Europa viel grössere negative Implikationen auf die Wirtschaft. Ferner werden höhere US-Zinsen den USD stützen.

Gold – Schutz gegen Krisen und Inflation

Im Zuge des Konfliktes in der Ukraine konnte Gold als Krisenwährung deutlich zulegen. Am 8.3. wurde mit USD 2'050 beinahe das Höchst vom 6.8.2020 erreicht. In EUR wurden neue Höchststände erklommen. Als Diversifikation, Schutz gegen Krisen und Inflation behalten wir Gold in unseren Anlagestrategien bei. Bei Renditen von über 3% in USD wird Gold aber zunehmend Konkurrenz von der Bondseite erhalten.

Gold USD / OZ Entwicklung 1. Quartal 2022



Quelle: UBS / Quotes

Krypto – Erstaunlich resilient

In ausgewählten Portfolios fahren wir im Sinne einer zusätzlichen Diversifikation eine Beimischung von Krypto Asset. Dabei investieren wir in aktiv verwaltete Strategien u.a. in eine Strategie, die vom sich rasant entwickelnden DeFi (Decentralized Finance) Markt profitiert. Wir sind überzeugt, dass eine Allokation in Kryptowährungen eine sinnvolle, wenig mit herkömmlichen Anlageklassen korrelierende Diversifikation in Portfolios darstellt und das Rendite/Risiko Profil positiv beeinflusst.

Fazit

Wenn die Politik oder Ideologien und nicht mehr die Fakten der Wirtschaft oder rationales wirtschaftliches Denken die Märkte beherrschen, wird es schwierig. Ein längerfristiger Anlagehorizont und eine klare Einschätzung der eigenen Risikofähigkeit sind dann unverzichtbar. Investoren machen immer wieder den Fehler, dass sie Aktien prozyklisch kaufen bzw. verkaufen. Timing ist recht schwierig. Panik und Gier sind schlechte Ratgeber. Bezüglich Timing hilft es aber, auch wenn es oft schwerfällt, sich an den Spruch von Warren Buffet zu halten: „Be fearful when others are greedy, be greedy when others are fearful“. Ein gut diversifiziertes Portfolio ist entscheidend, um volatile Zeiten zu überstehen. Generell bevorzugen wir klar reale vor nominalen Investments. Wir halten uns von Anleihen nach wie vor weitgehend zurück. Gold und gute Hedge Funds sind Teil einer breiteren Diversifikation. In ausgewählten Portfolios fahren wir im Sinne einer zusätzlichen Diversifikation eine Beimischung von Krypto Asset. Dabei investieren wir in aktiv verwaltete Strategien u.a. in eine Strategie, die vom sich rasant entwickelnden DeFi (Decentralized Finance) Markt profitiert. Wir sind überzeugt, dass eine Allokation in Kryptowährungen eine sinnvolle, wenig mit herkömmlichen Anlageklassen korrelierende Diversifikation in Portfolios darstellt und das Rendite/Risiko Profil positiv beeinflusst.

Ihr Belvoir-Team

Autoren: René Stoll & Bernhard Utiger

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

