



Strategie
Update

Vorwort von Steffen Bauke, CEO

Liebe Investorinnen, liebe Investoren

Was für ein erstes Halbjahr mussten wir da erleben? Die schlechtesten ersten 6 Monate seit 50 Jahren! Viele sprachen von einem «perfect storm», der sich da im Laufe der letzten Monate zusammengebraut hat. Krieg in Europa, Rohstoffpreise, vor allem Energiepreise, durch die Decke, riesige Probleme in den Lieferketten (wegen Chinas Zero-Covid Strategie), die Inflation auf einem 40-Jahres-Hoch und die Notenbanken und Politiker, die den Entwicklungen hinterherlaufen. Damit erzähle ich Ihnen aber nichts Neues. All diese Informationen laufen ja inzwischen täglich über die Bildschirme und sind in den Medien omnipräsent. Wir wollen in unserem Bericht nicht in das gleiche Horn blasen, sondern Ihnen aufzeigen, wie man mit den veränderten Rahmenbedingungen umgehen und sich auch hinsichtlich Anlagen neu orientieren kann.

Die Zeit von Nullzinsen ist vorbei und darauf stellt sich der Markt gerade ein. Die Anpassungsprozesse sind für uns Investoren schmerzlich, einen Grossteil der Wegstrecke sehen wir aber bereits als gelaufen an. Da die Realzinsen weiter negativ und bei erhöhter Inflation sogar sehr negativ sind, sollte man auch weiterhin in Sach- und Realwerten investiert sein und bleiben, auch wenn man angesichts der Nachrichtenlage am liebsten den Stecker ziehen würde. Die Vergangenheit hat uns gelehrt, dass nur eine konsistente und langfristige Anlagepolitik zum Erfolg führt, emotionale und kurzfristige Entscheidungen bringen oft Underperformance, besonders dann wenn es am Schwärzesten scheint. In diesem Sinne raten wir dazu, Ruhe zu bewahren und die täglichen Medien auch einmal auszublenden. Wenn man bedenkt, dass die Welt aktuell den höchsten Wohlstand in ihrer Geschichte erreicht hat und die Innovationskraft nie grösser war als aktuell, sind wir zuversichtlich, dass die Energie daraus dafür sorgen wird, dass auch diese Krise vorbeigeht, wenngleich der Weg noch steinig und die nächsten 12 – 18 Monate schwierig bleiben werden.

Zürich, 30.06.2022



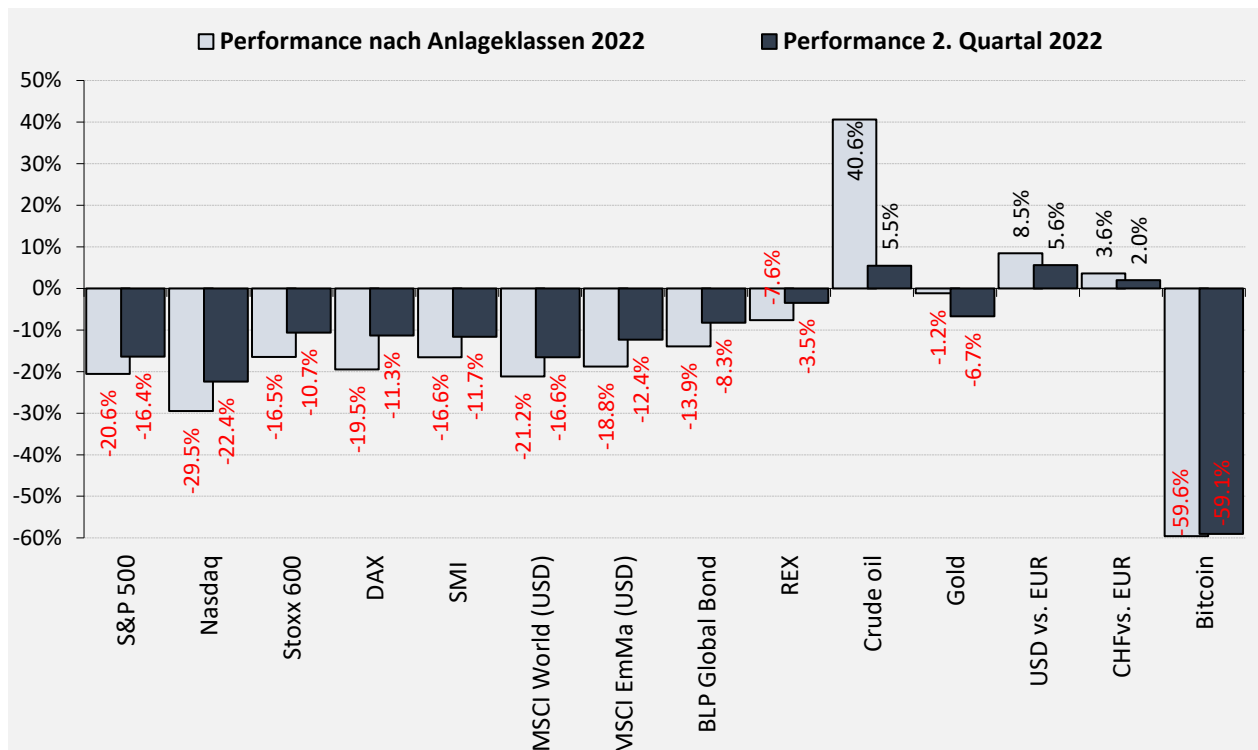
Strategie-Update 2. Quartal 2022

30. Juni 2022

Rückblick

Die Ballung von geopolitischen, wirtschaftlichen und inflationsbedingten Belastungen haben die Märkte im ersten Halbjahr so stark einbrechen lassen wie seit 50 Jahren nicht mehr. Hauptverantwortlich dafür ist vor allem das zu späte, dafür umso stärkere Einläuten einer restriktiven Geldpolitik (vor allem der FED), die wirtschaftlichen Belastungen durch die Null-Covid-Politik in China und anhaltende Verwerfungen und Engpässe der internationalen Lieferketten.

Entwicklung ausgewählter Märkte in lokaler Währung



Quelle: Bloomberg

In diesem Umfeld verloren Wachstums- bzw. Technologieaktien, in die wir investiert sind, besonders stark. Aufgrund der Zinsanhebungen und einer angekündigten Verschärfung der Geldpolitik brachen die Kurse der Anleihen im ersten Halbjahr ein. Konservative Investoren verloren fast genauso viel wie reine Aktieninvestoren, so dass das Risikoprofil keinen Schutz vor relativ hohen Verlusten bot. Bei Aktien hielten sich Substanzwerte relativ gesehen besser und Rohstoffaktien konnten sogar zulegen, schwächeln aber auch seit Juni vermehrt. Der DAX und der EURO STOXX notieren heute auf den Niveaus von 2018 bzw. unter jenen von Anfang 2020 und dies bei historisch hohen Gewinnen. Die Sektor Rotation aus Technologie und Wachstum heraus und hinein in «Old Economy»-Werte scheint sich nach 6 Monaten abgeschwächt zu haben. Wenn man nur den Juni betrachtet, verloren die traditionellen Sektoren sogar mehr an Wert als Technologieaktien. Warum? Seit Mitte Juni sind die Rezessionsängste gestiegen und als Folge die Renditen von Anleihen wieder leicht gefallen, was Hoffnungen auf ein insgesamt tieferes Zinsniveau schürt. Damit werden die Aktiengewinne mit leicht tieferen Zinsen als in den ersten 6 Monaten abdiskontiert. Die relative Attraktivität steigt damit wieder.

Konjunktur – Stagflation sehr wahrscheinlich, Rezession in 2023 fast schon eingepreist

Die Wirtschaft ist im ersten Quartal global gerade noch um 0.3% gewachsen und dürfte diesen Trend auch im zweiten Quartal fortgesetzt haben. Prognosen, dass das Weltwirtschaftswachstum dieses Jahr knapp 3% betragen könnte, scheinen uns zu optimistisch. Das US-Verbraucher-Sentiment der University of Michigan ist auf den tiefsten Stand seit Start der Statistik 1970 gefallen. Die Stimmung hat sich auch mit Bezug auf die Einkaufsmanager-Indices eingetrübt, dieser ist für die USA auf 53 zurückgekommen, jene für Europa und Deutschland auf 51.9 bzw. 52. All das ist bereits in den Preisen eskomptiert, so dass ab nun nur noch schlechtere Zahlen einen weiteren Ausverkauf auslösen könnten. In diesem Fall würden/werden wir unser Augenmerk auf die Gewinnentwicklung der Unternehmen lenken.

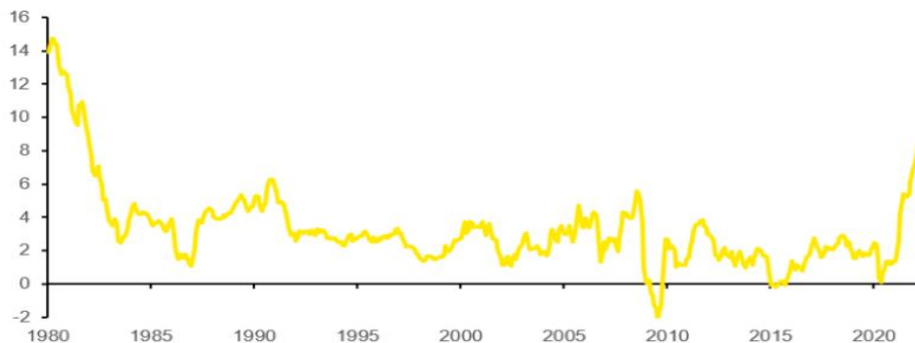
Fed-Chef Powell hat am 22. Juni eingeräumt, dass eine harte geldpolitische Straffung die amerikanische Wirtschaft in eine Rezession stürzen könnte, eine weiche Landung hingegen «sehr schwierig» würde. Der Arbeitsmarkt bleibt aber sehr stark, Unternehmen wie auch die privaten Haushalte sind in guter Verfassung und halten hohe Liquiditätsreserven. In Europa scheint eine Rezession fast unausweichlich. Europa sieht sich nicht nur mit fallenden Wachstumsraten konfrontiert, sondern mit gravierenden Engpässen in der Strom- und Gasversorgung. Die Auftragsbücher im verarbeiteten Gewerbe – vor allem in Deutschland – sind aktuell gut gefüllt, können aber wegen Problemen in den Lieferketten und Personalknappheit nur verzögert abgearbeitet werden. Die hohe Inflation und insbesondere die massiv gestiegenen Kosten für Energie und Ernährung

treffen schon heute die breite Bevölkerung und drücken die Kaufkraft. Wenn Putin den Gashahn noch mehr zudreht, steht Europa eine Rezession und ein harter Winter bevor.

Inflation – Höhepunkt im Herbst erwartet

Die Inflation erreichte seit 40 Jahren nicht mehr gesehene Rekordwerte. In den USA stieg sie im Mai auf 8.6%, in Europa ebenfalls auf 8.6% und in Deutschland auf 7.6%. In der Schweiz hingegen fiel die Inflation mit 3.4% im Juni noch relativ moderat aus. Die gewerblichen Produzentenpreise – ein Vorlaufindikator der Inflation – haben sich innert Jahresfrist europaweit um bis zu 35% erhöht. Die Gefahr einer Lohn-/Preisspirale zwingt die Zentralbanken zu einer deutlich restriktiveren Geldpolitik als noch zu Beginn des Jahres prognostiziert. Die Lohnforderungen der Gewerkschaften deuten auf harte Tarifrunden hin.

US Inflation annualisiert



Quelle: Commerzbank Research

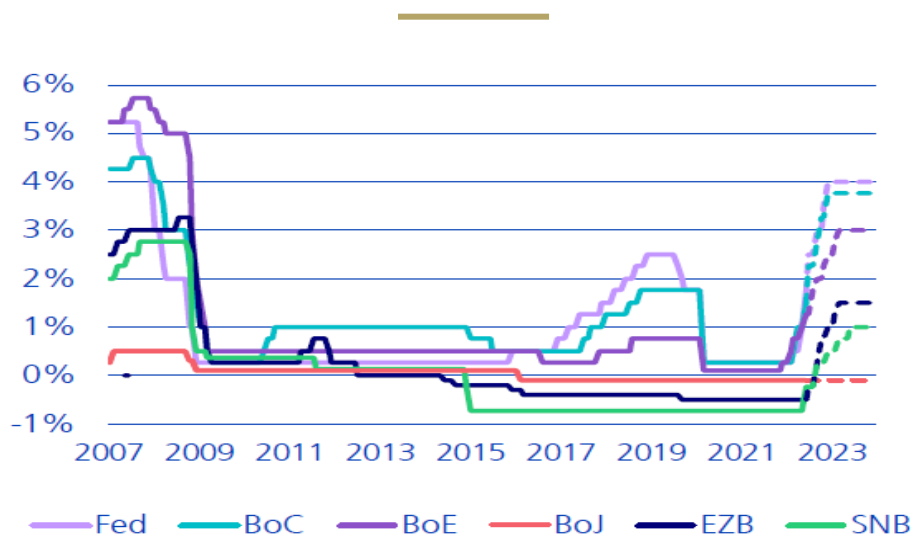
Notenbanken – Würgt die Straffung die Wirtschaft ab?

Die US-Notenbank hat die Strategie neu ausgerichtet und die Zinsen bereits dreimal erhöht. Sie erhöhte am 15. Juni den Leitzins um 0.75% auf 1.75%, so stark wie seit 1994 nicht mehr. Die US-Notenbank dürfte den Leitzins solange anheben, bis es überzeugende Indikationen für einen Rückgang der Inflation gibt. Wir sehen die Fed-Sitzung im September als richtungsweisend. Werden die Zinsen dann nur um 0.25% – 0.50% erhöht, wäre das ein Hinweis darauf, dass der Zinserhöhungszyklus bei ca. 3.5% beendet werden könnte. Die langfristigen Zinsen (30-jährige US-Treasuries) nehmen diese Annahme bereits vorweg.

Die Schweizerische Nationalbank überraschte am 16. Juni mit einer deutlichen Anhebung um 0.50% auf -0.25%. Damit bewies sie nicht nur ihre Unabhängigkeit, sondern v.a., dass sie ihr Mandat zur Bewahrung der Preisstabilität ernst nimmt. Wir gehen von 1% zum Jahresende aus.

Die lange zurückhaltende Europäische Zentralbank wird vermutlich an ihrer Sitzung vom 21. Juli mit der Zinswende beginnen. Die zögerliche Haltung der EZB ist besorgniserregend, überrascht aber nicht. Bei Zinsen von 3-4% wird die Schuldenlast für die meisten EU-Länder untragbar. Die Stabilität der Eurozone bzw. die Erhaltung der Zahlungsfähigkeit haben für die EZB daher Priorität vor kompromissloser Bekämpfung der Inflation. Trotz allem wird die EZB den Leitzins bis Ende Jahr deutlich über 1% anheben müssen. Eine unweigerliche Abwertung des EUR wird dabei nicht zu verhindern sein.

Mögliche Entwicklung wichtigster Leitzinsen bis Ende 2023



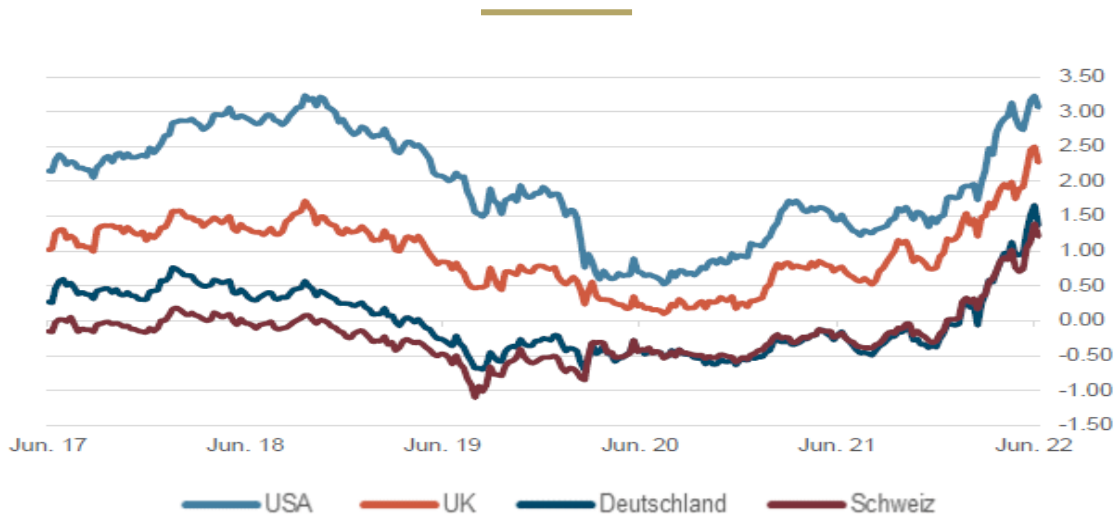
Quelle: Zürcher Kantonalbank

Anleihenmärkte – Grösster Crash aller Zeiten

Die Kurse am Anleihenmarkt brachen in den letzten 6 Monaten so stark ein wie noch nie zuvor. Dabei erlebten vor allem die konservativen Mandate Verluste auf der Anleihe Seite im zweifeligen Bereich, wie man sie nur von Aktien kennt. Die Renditen von 10-jährigen US-Staatsanleihen stiegen seit August 2021 von 0.5% auf 3.0% per 30. Juni. Die Rendite von 10-jährigen deutschen Staatsanleihen stiegen seit Anfang Jahr von 0.5% auf 1.35%, d.h. sogenannte «sichere» deutsche Bundesanleihen mit 10-jähriger Laufzeit verloren in diesem Jahr 15%! Auch wenn die Notenbanken mit ihren Zinsanpassungen erst am Anfang stehen, ist mit den höheren Renditen von Anleihen

schon sehr viel vorweggenommen. In den letzten Juni-Tagen kamen die Renditen aufgrund von Rezessionsängsten etwas zurück.

Rendite 10-jährige Staatsanleihen in %



Quelle: Aquila

Wir bleiben bei Anleihen weiter untergewichtet und, wenn überhaupt, bei sehr kurzen Durationen (kurze Restlaufzeiten). Mit sich abzeichnender schwierigerer Wirtschaftslage erwarten wir, dass die Notenbanken (FED und EZB) von einer zu restriktiven Geldpolitik absehen werden und dass damit die Renditen wieder etwas fallen. Bereits in den letzten Wochen konnten wir diese Bewegung beobachten. Sollte die Zinskurve invers werden (kurze Laufzeiten mit höheren Renditen als lange Laufzeiten) ist eine Rezession eingepreist die Kurse sollten sich dann stabilisieren. In unseren USD Mandaten haben wir bereits Anleihen mit kurzen Laufzeiten bei ca. 3.5% Rendite auf zwei Jahre eingekauft und damit auch unsere Einschätzung in die Tat umgesetzt.

Aktienmärkte – Fokus auf Neubewertung und Gewinnrevisionen

Das Sentiment an der Börse war noch selten so schlecht wie aktuell. Ausgelöst durch die Zinswende kam es in den letzten 6 Monaten zu einer Bewertungskompression. In Erwartung einer möglichen Gewinnrezession wird viel davon abhängen, wie sich die Unternehmen in Zeiten hoher Inflation schlagen und entsprechend ihre Umsätze und folglich die Gewinne verteidigen können. Die Entwicklung der Aktien wird in der zweiten Jahreshälfte stärker als in den ersten 6 Monaten von den Gewinnentwicklungen beeinflusst. Darauf und auf die folgenden 4 Punkte richten wir unser Augenmerk, um Anpassungen bei der Allokation und Selektion vorzunehmen.

Eine längerfristige Trendwende an den Aktienmärkten erwarten wir erst wenn 1) der Höhepunkt der Inflation erreicht ist; 2) eine Rezession eingetreten, eingepreist oder abgewendet ist, 3) sich Mitte Juli abzeichnet, dass eine Gewinnrezession vermieden werden kann bzw. die Schätzungen negativer als die publizierten Ergebnisse sind und 4) sich eine Entspannung/Lösung im Ukraine-krieg abzeichnet. Die Eintrittswahrscheinlichkeit eines dieser Szenarien ist unseres Erachtens gering, dennoch ist der Markt mit über 90% aller Aktien so stark überverkauft wie seit dem Ausbruch der Corona-Krise nicht mehr. Eine Bärenmarktrallye kann daher schnell und unerwartet über die Sommerwochen eintreten. Wir nutzen solche Bewegungen durch taktische Allokationssteuerung. Insgesamt müssen wir uns aber mit der Tatsache abfinden, dass das Wachstum über 2-3 Jahre schwächer, die Inflation höher und die Aktienrenditen tiefer als zu Nullzinszeiten sein werden. Viel Negatives ist in den aktuellen Kursen zwar vorweggenommen, nicht jedoch eine starke Gewinnrezession oder gar ein Gaslieferstopp in Europa. Eine Neubewertung der Aktien unter gestiegenen Zinsen findet gerade statt. Ein Gleichgewicht ist aber noch nicht erreicht, so dass weiterhin Vorsicht geboten ist.



Quelle: CNN

Die Bewertungen sind in den letzten Monaten deutlich zurückgekommen. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis europäischer Aktien auf Basis der Gewinnschätzungen für die nächsten zwölf Monate ist in diesem Jahr von 15.5x auf 11.2x, für deutsche Aktien gar auf ca. 10x gefallen. Die DAX-Konzerne schütten eine Rekordsumme von EUR 50.2 Mrd. an Dividenden aus. Die Ausschüttungsquote ist mit 3.5% überdurchschnittlich hoch. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) des S&P 500 für die geschätzten Gewinne beläuft sich auf ca. 16.1 und ist damit ebenfalls unter dem historischen Durchschnitt. Auch die Aktienprämie ist mit knapp 6% auf einem ansprechenden Niveau und dies spricht dafür, in Qualitätsaktien zu investieren.

Weitere Korrekturen sind möglich und Timing ist schwierig. Einen extremen Pessimismus halten wir als übertrieben. Man sollte in solide Unternehmen mit Qualität (Cashflow, Marktmacht, geringe Verschuldung) investiert bleiben und ein gesundes Mass an Diversifikation beibehalten. Wir

bleiben vorsichtig positioniert und gewichten Aktien unter der neutralen Quote. Wichtig ist, dass man aktiv bleibt und die Allokationen an die sich verändernden Marktbedingungen (Sektorrotationen) anpasst. Im derzeitigen Umfeld übergewichten wir US-Aktien, insbesondere Large Techs, sowie Schweizer Aktien aufgrund ihrer defensiveren Ausrichtung und guten Qualität. Gegenüber europäischen Aktien hingegen bleiben wir nicht zuletzt aufgrund des Euros skeptisch.

Währungen – die Fakten sprechen nicht für den EUR

Der EUR/CHF ist in den letzten Juni-Tagen unter die Parität gefallen und notiert per 30.6. fast genau pari. Nachdem die SNB vor zwei Wochen den Leitzins völlig überraschend erhöht hat und ausführte, dass der CHF nicht mehr überbewertet sei, sehen wir weiteren Aufwertungsdruck beim Franken bzw. einen noch schwächeren Euro. Auch die Tatsache, dass die Realzinsen im Euroraum weiterhin viel zu tief sind, die Staatsschulden fast im Wochenschritt um jeweils 100 Mrd. Euro ausgeweitet werden, dürfte den Euro und ihre Währungshüter einer starken Belastungsprüfung aussetzen. Auch wenn die US-Wirtschaft Ende Jahr schwächeln würde, dürfte der Renditevorsprung den USD weiterhin stark halten. Mittel- bis langfristig stehen die USA mit ihrem immensen Schuldenberg aber vor dem gleichen Problem wie der Euroraum, sodass wir Überlegungen anstellen, stärker in Währungen zu investieren, die weniger verschuldet bzw. durch Rohstoffe ein Stück weit auch physisch gedeckt sind (CAD, NOK, etc.). Noch scheint es zu früh, hier zu diversifizieren, aber die ersten Analysen laufen bereits.

Krypto – Kapitulationsphase oder buy the dip?

Der Juni stellte für Krypto und insbesondere für Bitcoin mit -38% den schlechtesten Monat seit Bestehen der Kryptowährung dar. Auch das zweite Quartal repräsentiert mit -58% in Bitcoin das schlechteste seit 2011. Die meisten Coins haben nun in den letzten 7 Monaten von ihren Höchstkursen 80 - 90% verloren. Wir hatten in unseren vorherigen Kommentaren wiederholt darauf hingewiesen, dass wir uns im sogenannten Kryptowinter befinden und für Bitcoin ca. USD 20'000 als unteres Kursziel sehen. Insbesondere der Zusammenbruch des Projektes Terra Luna / UST im Mai, der auch sehr negative Auswirkungen auf die DeFi Income Strategy hatte, löste eine Kaskade von Ereignissen am Markt aus. Der einst größte Kryptofonds «Three Arrows Capital» mit einem Volumen von USD 18 Mrd. wurde liquidiert und meldete Konkurs an. Eine der grössten und zentralisierten Kryptoverleihplattform «Celsius» stellte Rückzahlungen bis auf Weiteres ein, weil sie offensichtlich unterkapitalisiert ist. In diesem Zusammenhang sind auch die Renditen innerhalb DeFi noch weiter komprimiert worden. Wir gehen derzeit davon aus, dass die Ereignisse im Juni eine

komplette Marktkapitulation repräsentieren und direktional eine sehr gute Kaufgelegenheit darstellen. So trat beispielsweise Goldman Sachs bei der Liquidation von «Three Arrows Capital» als Käufer von Bitcoin auf. Unsere Strategien konnten diesen «Wash-out» im Juni relativ unbeschadet überstehen, litten aber seit Anfang Jahr auch unter dem massiven Verkaufsdruck im Markt.

Fazit

Das aktuelle Marktumfeld ist eines der schwierigsten, das wir je erlebt haben. Ständiger Informationsfluss von negativen Meldungen erhöht die Wahrscheinlichkeit, zur ungünstigsten Zeit falsche Entscheidungen zu treffen. Obwohl wir sowohl bei Aktien wie auch bei Anleihen untergewichtet in das Jahr 2022 starteten und die Quoten über Zeit weiter abbauten, litten wir in unseren Strategien über Gebühr, da unsere Investments teilweise stärker als der Markt an Wert einbüssten. Dabei sind wir nur in Firmen mit gutem Cashflow, Marktführerschaft und gesunden Bilanzen investiert, die auch in schwierigem Umfeld wachsen können, eine gewisse Preissetzungsmacht ausüben und damit die Inflation an die Konsumenten weiterreichen können. Die Kapitalmärkte werden das früher oder später honorieren, da gewisse Unternehmen inzwischen so günstig sind, wie schon lange nicht mehr. Die Stimmung an den Märkten ist bisher deutlich schlechter als die wirtschaftliche Realität. Sobald die Inflation ihren Höhepunkt überschritten hat – dies erwarten wir im Verlauf der zweiten Jahreshälfte – sollten sich die Märkte stabilisieren. Für den Inflations- bzw. Vermögensschutz bleiben Sachwerte die beste Wahl, auch wenn man eine Durststrecke durchlaufen muss und Cashquoten vorhalten sollte.

Wir danken Ihnen für Ihr Vertrauen in dieser sehr anspruchsvollen Zeit und stehen für weitere Informationen und Fragen stets gerne zur Verfügung.

Ihr Belvoir-Team

Autoren: René Stoll, Adrian Marcu & Steffen Bauke

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



© 2022 BELVOIR CAPITAL ALL RIGHTS RESERVED