



Strategie
Update

Vorwort von Steffen Bauke, CEO**«Kapitulationsphase durchlaufen oder 2008 reloaded?»**

Liebe Investorinnen, liebe Investoren

Zu Beginn des 3. Quartals setzte eine Erholung am Kapitalmarkt ein, welche sich aber leider als Bärenmarktrallye entpuppte, denn Ende September standen praktisch alle führenden Indices unter dem Stand von Ende Juni dieses Jahres. Vor allem die deutlich hartnäckigere Kern-Inflationsrate in den USA veranlasste die FED im Verlauf des Septembers zu einer noch restriktiveren Gangart in ihrem Zinszyklus («länger und mehr»). Das hat die Märkte überrascht, nachdem die sog. Peak-Inflation im Juni mit 9.1% erreicht schien. Als Folge kam es zu weiteren Ausverkäufen. Die Renditen der 2-jährigen US-Staatsanleihen stiegen über 4%. Ein Niveau, das seit langer Zeit nicht gesehen worden war. Die FED scheint bewusst eine deutlichere Rezession in den USA herbeiführen zu wollen, um die Inflation in den Griff zu bekommen. Das Motto «buy the dip», das über viele Jahre galt, ist nun Vergangenheit. Dies gilt solange bis die FED die restriktive Geldpolitik wieder zurücknimmt oder sogar von den Märkten dazu gezwungen wird. Wie schnell so etwas gehen kann, zeigte uns jüngst die britische Notenbank, die sich nach dem GBP 200 Mrd. Steuerpaket der Regierung am 28.09. gezwungen sah, ihre Strategie quasi über Nacht um 180 Grad zu drehen und englische Staatsanleihen zu kaufen, um die Talfahrt des britischen Pfunds und ihrer Staatspapiere zu stoppen. Wir als vorwiegend fundamentaler Vermögensverwalter stellen uns nun die Frage, was bereits in den Kursen eingepreist ist. «Soft landing» oder eine starke Rezession? Wenn man die Nachrichtenlage von Geopolitik, über Inflation bis hin zu Strom- und Energieknappheit in Europa betrachtet, scheint die Antwort klar, aber es kommt oft anders als man denkt. In den nächsten Wochen der Berichtsaison werden wir entsprechende Indikationen erhalten, in welche Richtung die Märkte gehen und ob die Notenbanken, vor allem die FED, ihre harte Gangart fortsetzen werden.

Zürich, 30.09.2022



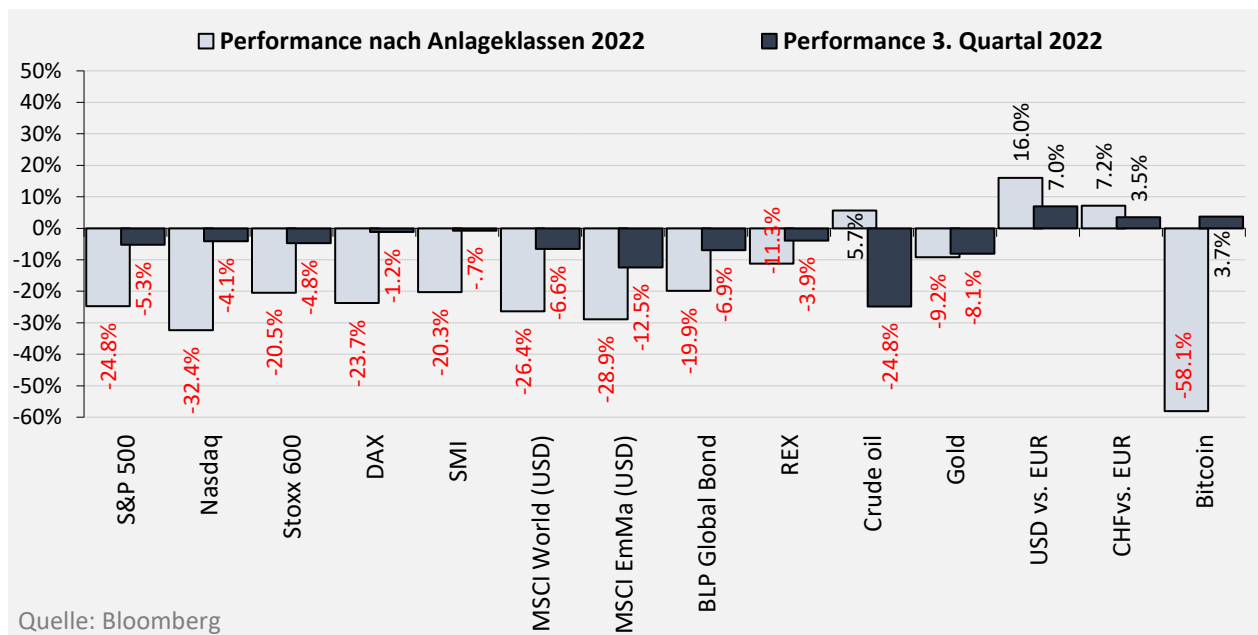
Strategie-Update 3. Quartal 2022

30. September 2022

Rückblick

Das 3. Quartal brachte leider keine Entspannung an den Kapitalmärkten. Alle vier Faktoren, die wir im letzten Bericht als entspannend für die Märkte erachteten, sind bisher nicht eingetroffen. Weiter steigende Zinsen, hartnäckig hohe Inflationsraten, die eher noch komplexere geopolitische Lage, die restriktive Geldpolitik der Notenbanken und eine globale Abkühlung der Konjunktur, die sich auch auf die Gewinne belastend auswirken werden, sorgten für einen weiteren Abverkauf an den Märkten in der zweiten Hälfte des Quartals. Es gab ausser Cash keinen Ort, an dem man bisher in diesem Jahr Kapital schützen konnte. Praktisch alle Anlageklassen verloren im Gleichklang an Wert. Selbst Rohstoffe, die noch Anfang des Jahres glänzten, allen voran Öl und Gas, verloren im 3. Quartal an Wert, da nun bereits eine Rezession in den westlichen Nationen eingepreist wurde und somit die Nachfrage nach Rohstoffen nachlassen dürfte – so die Lesart der Preisrückgänge bei Rohstoffen.

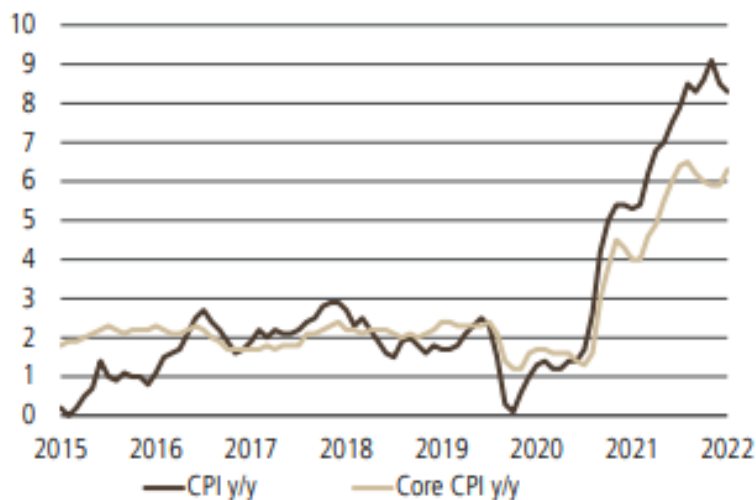
Entwicklung ausgewählter Märkte in lokaler Währung



FED würgt die Wirtschaft ab

Nachdem die FED im September nach Veröffentlichung der Inflationszahlen vom August eine noch straffere und länger anhaltende Politik mit Zinserhöhungen ankündigte, reagierten die Märkte mit Abverkäufen auf breiter Front. Die FED hat aktuell als einziges Ziel die Inflationsbekämpfung ausgerufen, koste es was es wolle. Dabei nimmt sie billigend in Kauf, dass die USA und somit auch der Rest der Welt in eine Rezession steuern. Die Frage, die sich aktuell stellt: wie stark wird die Rezession ausfallen und wann passt die FED ihre Strategie an? Denn die Abwärtsspirale wurde bereits in Gang gesetzt. Wie man aus der Historie weiss, dauert es, bis Zinserhöhungen in der Realwirtschaft ankommen. Gemäss Citibank bestehen bereits 20% Wahrscheinlichkeit für eine harte Rezession, während die Mehrheit der Banken eine milde bis normale Rezession mit 40% Wahrscheinlichkeit gewichten.

CPI und Core CPI, jährliche Veränderung in %



Quelle: Bloomberg, UBS, per 14. September 2022

2008 reloaded – Ein Blick auf den US-Häusermarkt

Insofern stellt sich uns die Frage, ob die FED wieder einmal zu spät kommt wie bereits in 2021, als viele Marktteilnehmer vor einer Überhitzung warnten und die FED von einer „vorübergehenden“ Inflation sprach, oder vor allem in 2007/2008, als sie auch zu lange abwartete, die überhitzte Konjunktur abzubremsen. Erst wartet sie zulange, bis sie die Zinsen erhöht, nun hebt sie diese

vielleicht zu lange und zu stark an, was schmerzliche Auswirkungen auf alle Marktteilnehmer haben wird. Erste Anzeichen einer deutlichen Abkühlung der Wirtschaft sind greifbar. Denn der Blick auf den Häusermarkt in den USA spricht eine eindeutige Sprache. Die langfristigen US-Hypothekenzinsen sind bereits auf über 6% gestiegen. Ein Wert, den wir schon lange nicht mehr gesehen haben und der eine drohende Rezession bereits vorwegnimmt. Als Folge kühlt sich der Häusermarkt und insbesondere der Verkauf neuer Häuser bereits stark ab (tiefster Stand seit vielen Jahrzehnten).



Quelle: Refinitiv Datastream – Global Macro Investor

Wenn man das konsequent zu Ende denkt, sollte die FED bald ihre Strategie überdenken und ihren rigiden, fast sturen Kurs korrigieren. In der Tat scheinen die FED Watchers bei Erstellung dieses Berichts mit ihren Erwartungen bereits wieder etwas tiefere Zinsen bei der FED zu prognostizieren. Wir gehen nicht davon aus, dass sich 2008 in gleicher oder in ähnlicher Form wiederholen wird. Denn die Resilienz der Systeme und die Qualität der Firmenbilanzen sprechen eine andere Sprache. Auch ist weiterhin viel Liquidität im Markt, die nur darauf wartet, einzusteigen. Das könnte zunächst den Ausverkauf an den Märkten stoppen und eventuell für eine schöne Jahresendrally sorgen.

Konjunktur – trübe Aussichten aber wieviel ist eingepreist?

Die fortlaufenden Wirtschaftsprognosen für Europa, die USA und auch China, wurden in den letzten Wochen und Monaten ständig nach unten korrigiert. Diese Nachrichten lösten bereits im Juli und August kaum mehr Überraschung an den Märkten aus, womit davon auszugehen ist, dass

hier bereits viel eingepreist ist. Unklar sind die Amplitude und die Länge der zu erwartenden Abschwächung in den einzelnen Ländern Europas und den USA. Wir stützen unsere Aussichten auf die Prognosen der UBS, die uns dieses Mal trotz Revisionen nach unten noch zu positiv erscheinen. Darin wird für den EU-Raum wie für die USA nicht mit einer Rezession auf Jahresbasis sprich 2023 gerechnet, sondern nur mit maximal 1-3 negativen Quartalen in Folge (Rezession = 2 aufeinanderfolgende Quartale negatives Wachstum).

Europe - Real GDP				
	2020	2021	2022F	2023F
Eurozone	-6.5	5.3	2.9	0.8
- France	-7.9	6.8	2.5	0.9
- Germany	-4.1	2.6	1.4	0.3
- Italy	-9.1	6.6	3.3	0.9
- Spain	-10.8	5.1	4.6	2.0
Switzerland	-2.5	4.2	2.4	0.6
UK	-9.3	7.4	3.4	-0.4

Americas - Real GDP				
	2020	2021	2022F	2023F
Brazil	-3.9	4.6	2.2	1.7
Canada	-5.2	4.6	3.0	1.0
Mexico	-8.3	4.8	2.3	1.9
US	-3.4	5.7	1.6	0.5

Quellen: Haver, CEIC, National Statistic, UBS

Viel wird wie immer vom Konsum und den Investitionsentscheidungen der Unternehmen abhängen. Folglich schauen wir auf das Konsumentenverhalten und die Berichtssaison. Stimulus Pakete der Regierungen werden sogar als kontraproduktiv betrachtet wie im anfangs erwähnten Fall in Grossbritannien, wo die Regierung die angekündigten Steuergeschenke bereits wieder teilweise zurücknehmen musste.

US-Investmentfirmen als Kontraindikator?

Die US-Investmentbanken und BlackRock, als grösster Vermögensverwalter, warfen mit ihren negativen Kommentaren und Aussagen Ende September das Handtuch. Denn alle senkten am vorläufigen Tief der Märkte unisono ihre Prognosen für den S&P 500 und die Wachstumsaussichten für 2023. Die Vergleiche mit dem Jahr 2008 und dem Höhepunkt der Finanzkrise laufen bereits. Wenn man aber die Prognosen der US-Investmentbanken retrospektiv betrachtet, sind diese oft

ein verlässlicher Kontraindikator für die weitere Entwicklung an den Märkten. Während noch Ende 2021 alles rosig schien und Prognosen sehr positiv ausfielen, wird nun – nach einer 20-35% Korrektur in 2022 – der Kursentwicklung hinterhergeschrieben und eine weiter rückläufige Kursentwicklungen erwartet. Wir wissen auch nicht, ob wir bereits den Boden an den Kapitalmärkten erreicht haben, allerdings glauben wir nahe dran zu sein und gehen eher von höheren Indexständen per Jahresende aus. Eines steht aber fest: es zählt die Qualität, in die man investiert.

Deutschland – Quo Vadis Europa?

Vor allem Deutschland steht vor einer herausfordernden Zukunft, da dieses Land mit Inflation, Energieknappheit und hohen Stromkosten zu kämpfen hat wie noch nie zuvor. Zudem wurden über viele Jahre Strukturreformen verschleppt und die Digitalisierung verschlafen. Die Friedensdividende, in welcher man dank schwachem Euro und tiefen Zinsen bei gleichzeitig billigsten Energiekosten Exportgewinne abschöpfen konnte, ist aufgebraucht. Das Land ist von einer oft gelobten und vom Rest der Europäer bewunderten durch Fleiss und Bescheidenheit geprägten Gesellschaft der Nachkriegsjahre in eine weltverbessernde links-liberale Ideologienpolitik abgerutscht. Schwächelt Deutschland, krankt Europa. An diesem Punkt steht Europa gerade. Daher sehen wir Deutschland und Europa auf längere Sicht strukturell als schwach. Es wird Jahre, wenn nicht Jahrzehnte dauern, bis Europa wieder den Anschluss an China und die USA schaffen kann. Folglich gewichten wir Europa und vor allem deutsche Aktien in unserer Allokation bereits seit Anfang des Jahres deutlich unter (einzelne Ausnahmen von globalen Playern und Weltmarktführern einmal ausgenommen).

Währungen – Was passiert mit dem Euro?

In den Gesprächen der letzten Monate mit unseren Investoren und Kunden zeigten sich diese besorgt über die Entwicklung der Eurozone und des Euros. Betrachtet man die Währungsschwankungen der letzten 12-24 Monate, ist es nicht überraschend, dass der US-Dollar eine Renaissance erlebte und die Parität zum Euro unterschritt. Dies ist vor allem den in den USA stärker gestiegenen Zinsen und der strukturellen Schwäche Europas geschuldet. Wir sind keine Währungsspezialisten. Klar ist aber, dass die USA strukturell und wirtschaftlich besser aufgestellt sind als Europa. Die Schweiz hat aufgrund der relativ geringen Verschuldung im Vergleich zum Rest der westlichen Industrienationen auch hier einen entscheidenden Vorteil, was die Frankenstärke erklärt. Höhere Inflation, höhere Verschuldung und Neuverschuldung in Europa und zudem eine oft dysfunktionale Politik und ineffiziente Administration in den Ländern der EU, dürften kaum dafür sorgen,

dass der Franken langfristig gegenüber dem Euro an Wert einbüsst. Betrachten wir die von uns verwalteten Strategien, sehen wir den Einfluss der Währungen in 2022 als wesentlichen Treiber der Performance (positiv und negativ). Bei der Betrachtung der Performance des MSCI World Aktienindex macht es einen wesentlichen Unterschied, ob man in Euro oder in US-Dollar rechnet. Rechnet man in Euro, verlor der Index aufgrund des hohen US-Dollaranteils nur 14.4% an Wert; in US-Dollar gerechnet sprechen wir von 26.4% Wertverlust. Darauf liegt also das Augenmerk. Die Stärke des US-Dollars dürfte uns wohl länger erhalten bleiben, genauso wie ein starker Franken. Wir warnen aber davor, emotionale Entscheidungen zu treffen gerade nach solchen Bewegungen wie im EUR-USD. Wir gehen nicht davon aus, dass sich der Euro auflösen wird, denn die Länder sowie deren Bewohner im Euroraum sind zu eng miteinander verwoben. Diese wieder umfassend auseinander zu dividieren scheint unmöglich. Dass allenfalls einzelne Länder (vor allem die schwachen) aus dem Euro aussteigen (müssen), scheint hingegen denkbar.



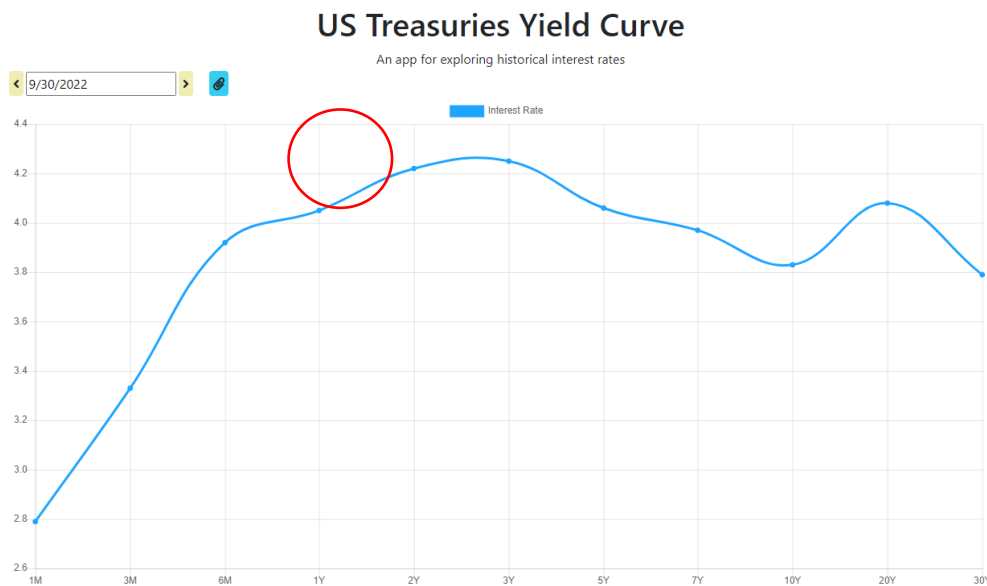
Quelle: Bloomberg

Asset Allocation – Qualität, Aktivität und unkorrelierte Anlagen

Die ultimative Frage lautet, wohin mit dem Geld, um sich vor der Geldentwertung zu schützen?

Vor allem Flexibilität und anpassungsfähiges Denken ist gefragt. Absolut gesehen hat in 2022 bei einer Inflation nördlich von 5% alles an Wert verloren. Bisher war Cash King, hat aber auch bei

einer Inflation von bis zu 9% relativ an Wert verloren. Was taktisch zumindest für dieses Jahr bisher Sinn gemacht hat, wird auf Dauer auch nicht weiterhelfen, denn die deutliche Inflation führt zu einer Entwertung des Cashs. Wenn man eine Realrendite erzielen will, muss man also eine annualisierte Rendite oberhalb der Inflation erreichen. Dieses Ziel erreicht man nur, wenn man gewisse Risiken eingeht und bereit ist, auch über einen längeren Zeitraum Wertverluste zu akzeptieren bzw. auszusitzen. 2022 hat hierbei eine Schlüsselrolle. Denn die Zinswende hat nun auch Anleihen wieder relativ attraktiver gemacht, auch wenn die realen Renditen, also nach Abzug der Inflation, bei Anleihen noch negativ sind, spielen Anleihen vor allem im USD Bereich wieder eine ernste Überlegung in unseren Anlagen. Über 4% auf zwei Jahre in US-Staatsanleihen ist der sogenannte risikolose Zins, den man dort nun vereinnahmen kann, folglich sehen wir diese Anlageklasse wieder als attraktiver an als in den letzten 24 Monaten. Betrachtet man die Zinskurve kauft man bei Laufzeiten zwischen zwei bis drei Jahren die maximale Rendite ein, die es aktuell im US-Bereich risikolos gibt.



Quelle: <https://www.ustreasuryyieldcurve.com/>

Nach der Pandemie und der Zinswende sehen wir uns nach Jahren des sog. QE („Quantitative Easing“ = ultralockere Geldpolitik) nun mit dem sog. QT („Quantitative Tightening“) konfrontiert. Dieses Umfeld führt unweigerlich zu einem Umdenken bei der Anlagepolitik. Das Abschöpfen von Liquidität durch die Notenbanken sorgte für sinkende Kurse in allen Anlageklassen. Diese Neubewertung hat tiefe Spuren in den Depots hinterlassen. Nur wenige sog. absolute Anlagestrategien oder „Hedge Funds“, die sich auf marktneutrale Strategien spezialisiert haben, können in solchen Zeiten Kapital erhalten bzw. absolute Performance erzielen. Diese Strategien gewinnen an Attraktivität in Zeiten geringen Wachstums und relativ hoher Inflation. Auch wir haben hier unsere Positionen in den Depots (wo erlaubt) aufgestockt, um stabile Ertragsbringer beizumischen.

Aktien – Fokus auf Stock Picking und Geschäftsmodelle

Es kommt vor allem darauf an, in welche Firmen man investiert. Während in den Jahren des QE auch rein passive, ETF-basierte Strategien sehr gut und teilweise besser abschnitten, kommt es nun noch mehr darauf an, in Qualität zu investieren. Wir definieren Qualität anhand der Geschäftsmodelle, der Solidität der Bilanzen, der Nachhaltigkeit der Cashflows und prüfen, ob wir einen stabilen, wenig konjunktursensiblen Geschäftsverlauf vorfinden. Auch das Management der Firmen ist ein wichtiger Faktor bei der Beurteilung. Weltmarkt- und Branchenführer und Firmen, die Produkte des täglichen Bedarfs von Konsum bis hin zu Pharma herstellen, zählen zu unseren präferierten Investments. Auch das Wachstum, die Technologieführerschaft wie auch die Innovationskraft sind für uns von wesentlicher Bedeutung bei der Beurteilung eines Investments. Im Zuge der Zinswende müssen die Story und das Wachstumspotential angesichts der deutlich gestiegenen Zinsen vor allem bei den sog. Wachstumswerten jedoch vertieft geprüft werden.

Krypto – Bodenbildung in Aussicht – The Merge

Auch der Kryptomarkt hat im 3. Quartal wieder erhebliche Turbulenzen durchlebt, aber die unteren Levels in BTC und ETH von Ende des 2. Quartals wurden nicht mehr unterschritten. Bis Mitte September lag vor allem der Fokus auf der Umstellung («the Merge») des zweitgrössten Coins ETH von PoW (Proof of Work) zu PoS (Proof of Stake; 99% weniger Energieverbrauch ggü. PoW!). Alle Marktteilnehmer haben diese Umstellung mit Spannung erwartet. Wir sprechen von der technisch herausforderndsten Umstellung eines Software-, Handels-, Wertaufbewahrungs- sowie Buchhaltungssystem im Live Betrieb, die es je gab. Es kann mit dem gleichzeitigen Wechseln des Antriebs, der Software sowie der Programmierung einer im Flug zum Mond befindlichen Rakete verglichen werden. Zum Erstaunen vieler verlief alles nach Plan, und zwar ohne grössere bzw. ohne jegliche Pannen. Das hatten vor allem die Blockchain Kritiker dieser Technologie nicht zuge-
traut. Die generalstabsmässige Planung und Umsetzung der Verantwortlichen der ETH Foundation sorgten für diesen reibungslosen Übergang. Nun können viele die ETH Blockchain noch schneller, noch kostengünstiger und besser nutzen. Vor allem der ökologische Nutzen der Chain aufgrund des nun dramatisch gesenkten Energieverbrauchs beim Mining sind hier herauszustreichen; ein Kritikpunkt, der nun wegfällt. Die Kursentwicklung der grossen Coins korrelierte zwar wieder stark mit Technologieaktien, hat aber einen Boden gefunden und diesen gehalten. Die Lows vor allem bei ETH wurden nicht mehr erreicht. Seither bewegen wir uns in einer stabilen Seitwärtsphase. Wir gehen davon aus, dass hier eine Erholung einsetzen könnte und wir zum Jah-

resende doch deutlich höher als aktuell stehen werden. Unsere auf absoluten Ertrag ausgerichteten Strategien konnten sich entsprechend behaupten, auch wenn wir zwischenzeitlich kleinere Rückschläge aufgrund der hohen teilweise erratischen Bewegungen einzelner Coins hinnehmen mussten.

Fazit – das Glas ist halb voll

In sowohl geopolitisch wie auch ökonomisch unruhigen Zeiten gilt es, Ruhe zu bewahren, Chancen zu erkennen, und vor allem auch die Risiken abzuwägen, um nicht überrascht zu werden. Vor allem Agilität und Flexibilität sind gefragt, gepaart mit guter Analyse und konsequentem Handeln. Darauf setzen wir und scheuen uns nicht, unsere Positionen täglich zu hinterfragen. Wir sind zuversichtlich, dass diese Haltung in Verbindung mit unserer etablierten Anlagestrategie langfristig Erfolg haben wird. In diesem Sinne hoffen wir auf ein besseres Schlussquartal 2022, nachdem wir bisher drei sehr enttäuschende Quartale durchleben mussten. Für uns ist das Glas immer halb voll, nie halb leer – diese positive Einstellung gepaart mit gesundem Realismus motivieren uns täglich unser Bestes für unsere Investoren zu geben.

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

Ihr Belvoir-Team

Autoren: Steffen Bauke, Adrian Marcu, 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



© 2022 BELVOIR CAPITAL ALL RIGHTS RESERVED