



Strategie
Update

Vorwort von Steffen Bauke, CEO

Liebe Investorinnen, liebe Investoren

2022 wird uns noch lange in Erinnerung bleiben, geopolitisch und als Anlagejahr. Anleihen wie auch Aktien verloren deutlich an Wert. Vor allem die massiven Zinsanhebungen, die hartnäckige und seit Jahrzehnten nie mehr so dagewesene hohe Inflation, kombiniert mit einem Krieg in Europa, sorgten für das schlechteste Börsenjahr seit langer Zeit. Aktien verloren so viel wie seit der Finanzkrise in 2008 nicht mehr und Anleihen hatten das schlechteste Jahr seit 96 Jahren. Auch das 4. Quartal brachte keine Entspannung an den Kapitalmärkten, weil nun auch in Europa nach den deutlichen Kommentaren der EZB im Dezember nochmals mit höheren Zinsen gerechnet wird. Wir erwarten für 2023 ein herausforderndes Jahr, in dem sich für langfristig orientierte Anleger aber auch Chancen ergeben können. Bei nun deutlich gestiegenen Zinsen stellen Anleihen seit langer Zeit erstmals wieder eine Alternative zu Aktien dar. Bezüglich Aktien selbst sehen wir 2023 differenzierter, Substanzwerte werden gegenüber Wachstumsaktien vorerst noch outperformen und „Stock Picking“ und kluge Branchengewichtung werden auch dieses Jahr entscheidend sein. So negativ wie in der Investmentgemeinde über 2023 geschrieben wird, sehen wir das kommende Jahr aber nicht. Schwierige Börsenzeiten bringen auch mit sich, dass erstklassige Aktienwerte von Firmen mit gutem Cashflow und Marktdominanz teils zu sehr attraktiven Preisen erworben werden können.

Zürich, 31.12.2022



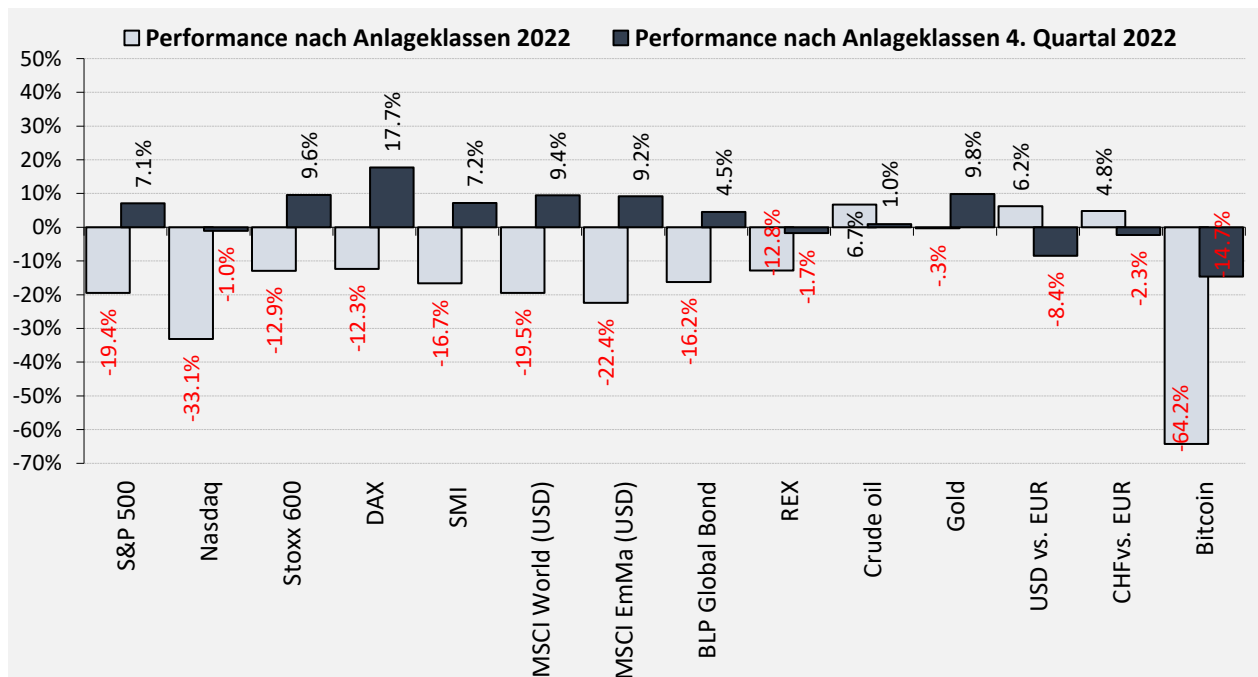
Strategie-Update 4. Quartal 2022

31. Dezember 2022

Rückblick

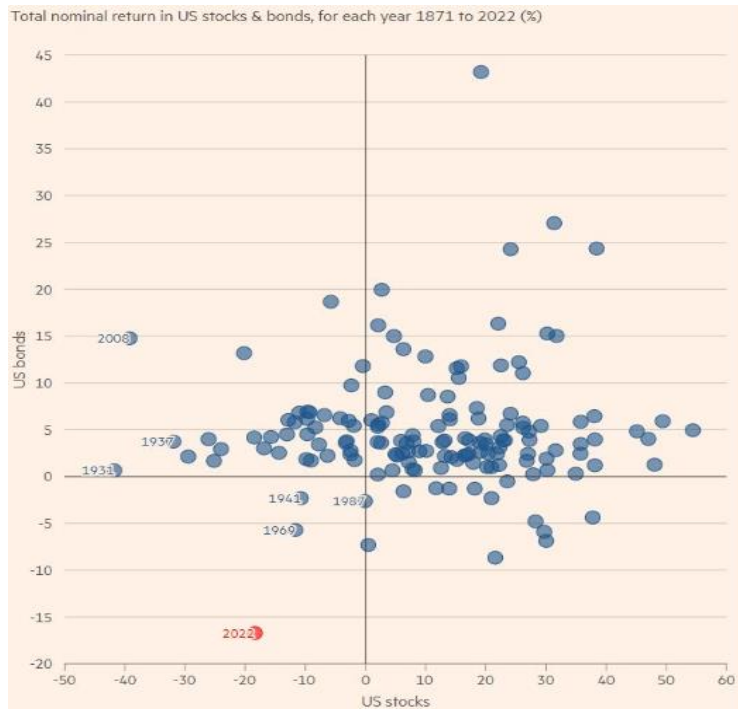
2022 hat nicht nur den Kapitalanlegern viel abverlangt. Ein Krieg in der Ukraine, wie man es sich noch vor einem Jahr so nicht vorstellen konnte, Inflation auf einem Niveau wie seit ca. 30 Jahren nicht mehr (vor allem auch wegen gestiegenen Energiekosten) und dazu die schnellste Zinsstrafung durch die Notenbanken seit Jahrzehnten mit der Folge einer sich abschwächenden Konjunktur in Europa und den USA haben die Märkte arg belastet. Zum ersten Mal seit Jahrzehnten haben Aktien und Anleihen im gleichen Jahr nachgegeben und zwar massiv. Deutlich höhere Diskontierungssätze aufgrund der stark gestiegenen Zinsen führten im Verlauf von 2022 zu einer kräftigen Talfahrt der Aktienmärkte, unter der zyklische und wachstumsorientierte Sektoren am stärksten litten. So verloren die grossen US-Techwerte wie Amazon, Alphabet, Apple und Microsoft zwischen 30-50%.

Entwicklung ausgewählter Märkte in lokaler Währung



Quelle: Bloomberg

Langzeitvergleich – Entwicklung US-Bond- und Aktienmärkte



Quelle: Financial Times (Robert J Shiller, TS Lombard, FT Calculations)

Defensive Sektoren und Substanzwerte entwickelten sich weniger schlecht und die Bereiche Gesundheit und Energie übertrafen den Markt deutlich. Überrascht hat, dass der „defensive“ Schweizer SMI mit -16.7% mehr verloren hat als der DAX (-12.3%). Ein Jahresend rally blieb aus. Die Zinserhöhungen der Notenbanken verliefen zwar im Rahmen der Erwartungen. Der sehr negative Ausblick einiger Notenbanken führte aber zu neuer Verunsicherung an den Märkten gegen Ende Jahr. Bei den Kryptowährungen kam es mit dem Zusammenbruch der Börse FTX zu einem veritablen Vertrauensverlust. Der USD drehte im 4. Quartal von seinem Hoch bei 0.98 auf 1.07 (EUR-USD) und wurde entgegen den meisten Prognosen wieder deutlich schwächer.

 Konjunktur – schwache Rezession als «Best Case»

Die konjunkturellen Aussichten haben sich im Verlauf des 4. Quartals weiter eingetrübt. Wichtige Vorlaufindikatoren zeigen nach unten und lassen frühestens eine Verbesserung für Q3 2023 erkennen. Der IWF rechnet nun für 2023 mit einem Weltwirtschaftswachstum von 2.7% gegenüber noch 2.9% im Oktober; aus unserer Sicht noch immer zu optimistisch. Die Eurozone und UK werden in eine Rezession abgleiten, die Talsohle Mitte 2023 aber durchschreiten. In der Eurozone

dürfte die Entspannung im Energiebereich ab März einsetzen. Die umfangreichen Fiskalpakete sowie die nach wie vor hohen Auftragsbestände der Firmen sollten dafür sorgen, dass die bevorstehende Rezession milde ausfällt. Auch sind die Arbeitsmärkte noch sehr robust. Sollten die Zinsen jedoch länger hoch bleiben, besteht die Gefahr, dass die Rezession stärker ausfällt, dies weil auch die Immobilienmärkte in Mitleidenschaft gezogen werden. Die langfristigen Hypothekenzinsen haben sich in den USA von 3% auf über 7% verdoppelt mit entsprechenden Auswirkungen auf die Immobilienmärkte. Das Lohnwachstum dürfte mit der Inflation nicht Schritt halten, was wiederum den Konsum begrenzt.

Inflation – auch in 2023 das Thema

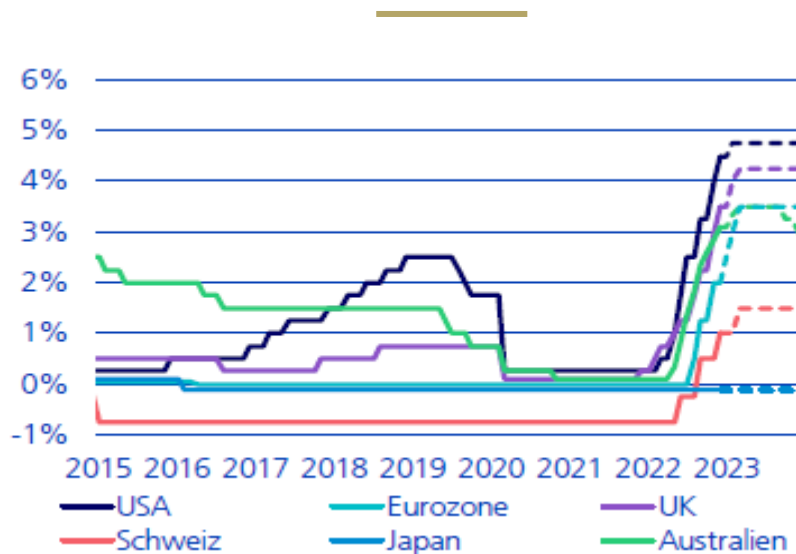
Es ist Wunschdenken der Politiker und Notenbanken zu glauben, dass die Inflation bald wieder auf das Niveau von 2% zurückfallen wird. Vieles spricht für eine mittelfristig höhere Inflation, die durch De-globalisierung, mangelnde Arbeitskräfte in vielen Volkswirtschaften, unterlassene Investitionen sowie die Gefahr eine Lohn-Preis-Spirale genährt wird. Höhere Energie- und Rohstoffpreise waren 2022 die Haupttreiber der Inflation. 2023 wird der Faktor Arbeit bzw. höhere Löhne einen deutlichen Rückgang der Inflation verhindern. Vor allem in den USA ist der Arbeitsmarkt robust. Da der Wandel zu klimaneutralen Energieträgern höhere Rüstungsausgaben und Unmengen von Rohstoffen benötigt, dürften die Rohstoffpreise hoch bleiben oder gar anziehen. Die EZB erwartet für 2023 eine Inflation von 6.3%. Bis wir wieder bei der Zielmarke von 2% ankommen, wird es noch weit über das nächste Jahr hinaus dauern. Der Preisanstieg verliert zwar an Tempo, eine schnelle Entspannung ist aber nicht zu erwarten.

Notenbanken – Zinssenkungen nicht vor 2024

Wer Ende 2022 geglaubt hat, die Notenbanken würden bei der Straffung der Geldpolitik zu einem weniger restriktiven Kurs übergehen, sah sich in den letzten Wochen eines Besseren belehrt. Auch wenn das Tempo der Zinserhöhungen gemindert wurde, wurden die Märkte mit der Aussicht auf noch viel höhere und vor allem länger hohe Zinsen überrascht. Die Notenbanken holen das nach, was sie vor Jahresfrist verpasst haben. EZB-Präsidentin Christine Lagarde hat im Dezember aggressiver als erwartet kommuniziert, dass es noch mehrere Leitzinserhöhungen geben wird. Die US-Notenbank hat die Leitzinsen 2022 sieben Mal angehoben, vier Mal in Folge um 0.75%, das gab es so in der Geschichte noch nie. Wie so oft haben die Zentralbanken zu spät reagiert. Das Zielband beläuft sich nun auf 4.25-4.5%, anfangs 2022 war es noch 0-0.25%. Auch Jerome Powell

liess durchblicken, dass der Job noch nicht zu Ende sei. Im ersten Halbjahr 2023 werden die Notenbanken – auch wenn mit kleineren Schritten – die Zinsen weiter erhöhen. Erwartet wird, dass die US-Notenbank die Zinsen auf 5-5.5% erhöht, die EZB inzwischen auf 3-3.5%. Die SNB könnte den Leitzins bis ca. 1.50% anheben. Wir gehen davon aus, dass der Zinserhöhungszyklus im Sommer zu Ende geht. Zinssenkungen sehen wir aktuell nicht vor 2024.

Entwicklung Leitzinsen bzw. Erwartung



Quelle: Swisscanto

Anleihen – endlich wieder eine Alternative

2022 erlebten die Anleihen ihr schwächstes Jahr seit 96 Jahren. Erstmals überhaupt verzeichneten die US-Anleihemärkte zwei Jahre hintereinander Verluste. Anleihen bieten nun aber wieder Diversifikationspotential in einem ausgewogenen Portfolio. Wir gehen nicht davon aus, dass die Zinsen in 2023 nochmal dramatisch steigen, sondern sogar aufgrund der Rezessionserwartungen fallen, so dass kurzfristig sogar Potential auf Kursgewinne besteht. Die inverse Zinskurve (kurze Laufzeiten mit höheren Renditen als lange Laufzeiten) spiegelt diese Annahme bereits wider. Am attraktivsten sind Anleihen in USD, wobei das Währungsrisiko nicht unterschätzt werden darf. Je nach Bonität und Laufzeit kann man Renditen von 5-7% p.a. nun einkaufen. Aktuell liefern Anleihen keine reale Rendite, dies kann sich aber ändern, wenn die Inflation aufgrund des Basiseffekts bei den Preisen nach unten kommt. Wir fokussieren uns hier auf aktiv gemanagte und hybride Fonds, die Mehrwert generieren sowie einzelne ausgewählte Bonds mit guter Bonität.

Aktienmärkte – kein starker Rebound erwartet

Oft folgt auf ein schlechtes Börsenjahr wie 2022 eine deutliche Erholung im Folgejahr. Davon gehen wir aber nicht aus. Denn die Inflation bleibt vor allem in Europa auf hohem Niveau, die konjunkturelle Entwicklung geht zurück, die Fronten im Ukraine-Krieg sind verhärtet und China geht durch eine schwere Phase. Der Mix aus höheren Zinsen und konjunktureller Eintrübung liegt wie ein Teppich über den Börsen. Hinzu kommt, dass die Gewinnerwartungen für die meisten Aktien nach wie vor zu optimistisch sind. Erst wenn die Gewinnprognosen bzw. die Aussichten darauf sich wieder aufhellen und die Zinsen nicht weiter steigen, sehen wir eine nachhaltige Erholung an den Aktienmärkten. Bis dahin werden es vor allem Tech-Werte und hoch bewertete Aktien schwer haben. Die Unsicherheit bzw. Volatilität wird vorerst bleiben. Die für Europa und die USA erwarteten Rezessionen waren in der Vergangenheit stets mit rückläufigen Gewinnen und auch Börsenkorrekturen verbunden. Die Aktienmärkte haben zwar schon kräftig Federn gelassen, unterschätzen teils aber die negativen Auswirkungen einer Rezession auf die Unternehmensgewinne. Daher heisst es, gezielt auf einzelne Sektoren und innerhalb dieser auf Firmen zu setzen, die über hohe Preissetzungsmacht verfügen (hohe Gewinnmargen bzw. diese halten können) und weniger konjunkturabhängig sind. Zudem ist bei gestiegenen Zinsen der Verschuldungsgrad der Firmen zu beachten. Auch dividendenstarke Titel sind zu bevorzugen.

Das Aktienjahr dürfte 2023 zuerst noch volatil und unstetig in einer Seitwärtsbewegung verharren. Für Anleger wird entscheidend sein, wie gut die Notenbanken die Inflation unter Kontrolle bringen und wie lange und wie tief der Abschwung sein wird. Genaues Timing ist unmöglich. Wir bleiben in Qualität investiert.

Der MSCI World handelt mit einem KGV von 15.3 (vorauslaufende Gewinne der nächsten 12 Monate) etwa auf dem Durchschnitt der letzten 20 Jahre, wobei die USA mit einem KGV von 16.8 und die Schweiz mit 16.5 relativ teuer sind; Europa ist mit einem KGV von 12.0 vergleichsweise günstig. Auch sind die Dividendenrenditen in Europa mit 3.5% vergleichsweise hoch. Trotz der hohen Verluste bei Wachstumsaktien in 2022 handelt der MSCI World Growth Index mit einem KGV von 21 immer noch deutlich über dem Durchschnitt von 18 der letzten 20 Jahre. Sein Gegenstück, der Value Index, handelt dagegen unter dem Durchschnitt der letzten Jahre.

Defensive Sektoren dürften relativ gut gegen einen Konjunkturabschwung abgeschirmt sein, während sich Substanzwerte in der Regel gut entwickeln, wenn die Inflation hoch ist. Später im Jahr könnten sich attraktive Gelegenheiten für den Kauf von zyklischen und Wachstumsaktien bieten, wenn die Anleger beginnen, die Talsohle der Wirtschaftstätigkeit und einen Rückgang der Zinssätze vorwegzunehmen.

Währungen – USD überbewertet

Solange die Rhetorik der US-Notenbank restriktiv bleibt, dürfte der USD unterstützt bleiben. Auch würde eine stärker als erwartete Rezession den USD positiv beeinflussen. Die angekündigten Zinsschritte der EZB haben dem Euro wieder etwas Aufwind gegeben. Sobald jedoch die Fed-Politik ändert, sollten sich die Anleger auf einen schwächeren Dollar einstellen. Der USD ist gemessen an der Kaufkraftparität um rund 30% überbewertet.

Der CHF dürfte in den kommenden Monaten gegenüber dem EUR und USD aufwerten. Gründe dafür sind die Rezession in der Eurozone, die Besorgnis wegen des Russland-Ukraine-Kriegs, Befürchtungen im Hinblick auf die Nachhaltigkeit der europäischen Staatsschulden, der hohe Handelsbilanzüberschuss der Schweiz und die Bereitschaft der SNB, eine Aufwertung des CHF zuzulassen. Die Inflation dürfte auch in diesem Jahr in Europa wesentlich höher sein als in der Schweiz (Schätzung 6.5% vs. 2.5%), was den CHF ebenfalls stützt.

Gold – in 2022 belastende Faktoren nehmen ab

Mit Bezug darauf, dass in Europa der grösste geopolitische Konflikt seit dem zweiten Weltkrieg stattfindet mit ungewissem Ausgang und Risiko weiter zu eskalieren, hat sich Gold nicht wirklich als Kriseninvestment einen Namen gemacht. Gold in USD pro oz hat 2022 gerade einmal 2.3% an Wert gewonnen. Der Goldpreis wurde 2022 durch gestiegene Zinsen und einen starken USD belastet. Da die Anleihenrenditen wohl aber bald den Höhepunkt erreichen dürften, der Zyklus der Zinserhöhungen durch die Notenbanken im Sommer zu einem Ende kommen sollte und der USD mittelfristig nachgeben dürfte, sollte Gold aus diesem Umfeld nicht mehr negativ beeinflusst werden. Wir stellen zudem fest, dass die Abflüsse aus Gold ETFs stark abgenommen haben. Gold hat in unseren Portfolios als Absicherung für Krisen und Schutz gegen Inflation nach wie vor Berechtigung.

Entwicklung Gold; letzte 3 Jahre USD pro oz



Quelle : UBS Quotes

Fazit – Ausblick

Zugegeben, der Schreck von 2022 sitzt uns noch in den Knochen. Es ist aber wichtig an einer langfristigen Anlagestrategie festzuhalten. Aktien sind langfristig und als Inflationsschutz immer noch die beste Anlageklasse, dies auch bei gleichzeitiger Erkenntnis, dass Timing schwierig oder gar unmöglich ist. Die Probleme von 2022 werden uns nicht augenblicklich verlassen, Inflation wird uns auch dieses Jahr begleiten, im Krieg in der Ukraine zeichnet sich kein Ende ab und wir sind noch nicht am Tiefpunkt der konjunkturellen Abkühlung angelangt. Bezüglich Zinsanhebungen durch die Notenbanken werden wir wohl im Sommer zu einem Ende kommen und Anleiherenditen werden dann kaum mehr steigen. Auf der Anleiherseite dürften uns die Verluste von 2022 mit grosser Sicherheit erspart bleiben. Tatsache ist auch, dass es den meisten Firmen sehr gut geht, diese auch in Zukunft Cashflows erarbeiten werden und die Dividendensummen auf Rekordhoch sind. Das chinesische Wort für Krise besteht aus Risiko und Chance zugleich. Wir sehen auch wieder verstärkt Chancen im Aktienbereich und wollen diese für Sie wahrnehmen. Reines „Buy and Hold“ wird nicht reichen. Gutes Stock Picking und intelligente Branchengewichtung, kurzfristige Anpassungen in der taktischen Allokation sind gefragt.

Wir danken für Ihr Vertrauen und stehen für weitere Informationen und Fragen jederzeit zur Verfügung.

Ihr Belvoir-Team

Autoren: Steffen Bauke, 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

