

BELVOIR

CAPITAL AG ●●●

5. April 2023



Strategie
Update

Vorwort von Steffen Bauke, CEO

Liebe Investorinnen, liebe Investoren

Was haben Aktien, Obligationen, Währungen und Rohstoffe für einen volatilen Monat erlebt? Vor allem die Vertrauenskrise in die Stabilität des Finanzsystems durch den Bank Run auf die Silicon Valley Bank, deren Insolvenz als Folge und die staatlich unterstützte Rettungsaktion der Credit Suisse durch die UBS haben die Erinnerungen an die Finanzkrise 2008 zurück auf den Radar gebracht. Gold ist in der Folge Richtung USD 2'000 pro Feinunze marschiert und hat damit fast das „All-Time-High“ erreicht. Staatsanleihen waren gesucht wie seit dem Start der Zinswende nicht und Aktien mit Qualität waren die Gewinner. Eine mögliche Wachstumsabschwächung der Wirtschaft und weitere Zinserhöhungen durch die Notenbanken betrachten wir als Risiko. Tatsache bleibt aber, dass es vielen Firmen sehr gut geht und diese weiterhin hohe Cashflows erwirtschaften und die Dividendenausschüttungen in 2023 ihren historischen Höchststand erreichen werden. Wir erwarten in den nächsten Quartalen trotzdem Korrekturen, die aber eher als Gelegenheiten zum Einstieg gesehen werden sollten, als sich mit Angst vom Markt zu verabschieden. Denn die Wirtschaft befindet sich in einem besseren Zustand als vielfach wahrgenommen wird. Das Reopening von China kann für die Weltwirtschaft ein möglicher Wachstumskatalysator werden. Stock Picking und intelligente Branchengewichtung bleibt das Gebot der Stunde und unsere tägliche Arbeit bzw. Herausforderung, denn die Sektorrotationen der letzten Monate waren so extrem wie lange nicht, welche aber auch Chancen bieten.

Zürich, 5. April 2023



Strategie-Update 1. Quartal 2023

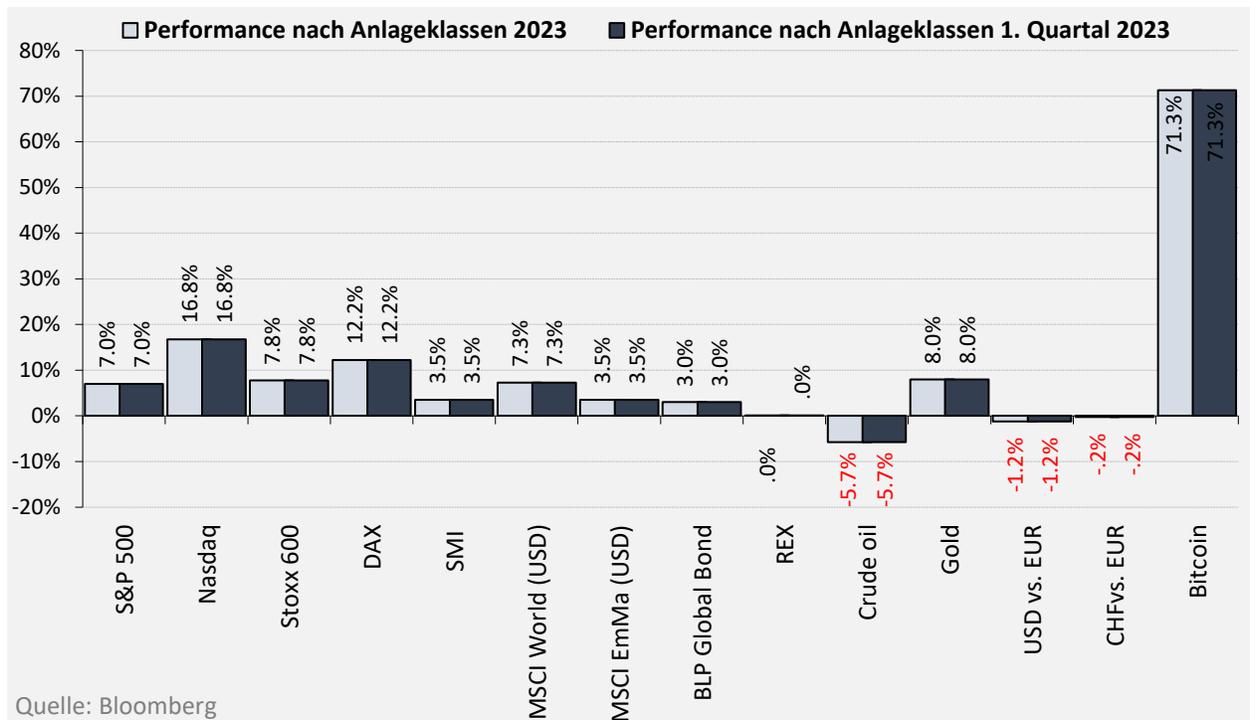
5. April 2023

Rückblick – “Sell the Winners, Buy the Losers”

Entgegen den Erwartungen vieler Marktteilnehmer startete das Börsenjahr im Januar fulminant. Getragen wurde die Erholung durch die Hoffnung, dass die Inflation im Verlauf des Jahres 2023 deutlich sinken dürfte und es somit den Zentralbanken ermöglicht, die geldpolitische Straffung und die Zinsanhebungen bald zu beenden. Allerdings sorgte eine starke Sektorrotation dafür, dass Value Aktien, welche sich in 2022 noch als relativ stabil erwiesen, Anfang Jahr deutlich an Wert verloren und Wachstums- und zyklische Aktien, dort vor allem die grossen US-Tech Giganten, wieder hoch im Kurs standen. Die Richtung änderte sich wieder, als Anfang Februar sehr starke Arbeitsmarktzahlen aus den USA und weiterhin hohe Inflationszahlen gemeldet wurden. Damit sank an den Märkten die Hoffnung auf ein baldiges Ende der hohen Zinsen. In der Folge gaben sowohl die Bond- wie auch die Aktienmärkte, allen voran die Nasdaq, die meisten Gewinne des Januars erst einmal wieder ab. Im März sorgten die Folgen der hohen Zinsen dafür, dass zunächst in den USA die Silicon Valley Bank und die Signature Bank in die Insolvenz getrieben wurden. Vor allem der Vertrauensverlust in das Finanzsystem keimte wieder auf, so dass als nächstes Opfer die Credit Suisse in die Knie gezwungen wurde. Der Stress im Bankensystem führte Mitte März zu einem starken Abverkauf bei Finanztiteln und innerhalb der Bondmärkte kamen Nachranganleihen der Finanzinstitute erheblich unter Druck, während Staatsanleihen eine Rally zeigten, so dass die Renditen von 2-jährigen US-Staatsanleihen um bis zu 30% sanken (von 5.1% auf 3.6%). Erst nach der Notrettung der Credit Suisse durch SNB und UBS und aufgrund der massiven Liquiditätsspritzen und Garantien durch die Notenbanken konnte nach dem 20. März eine Marktberuhigung und ein positiver Abschluss des Quartals erreicht werden. Trotz des Stresses im März entwickelten sich die Märkte in Europa im 1. Quartal vergleichsweise besser als die Börsen in Asien und den USA (mit Ausnahme der Nasdaq). Die Outperformance Europas wurde durch niedrigere Bewertungen, überraschend robuste Konjunkturdaten und einer anderen, defensiveren Zusammensetzung der Indices erreicht. Zu den Gewinnern in Zeiten erhöhter Verunsicherung im Finanzsystem zählten Gold, Qualitätsaktien, Staatsanleihen und Bitcoin. Die Bewegungen in den Währungspaaren EUR/USD, USD/CHF und EUR/CHF waren trotz des Stresses in den Märkten mit bis zu 5% Schwankung moderat. Die beste Performance zeigten im ersten Quartal die Kryptowährungen.

Bitcoin konnte 71.3% zulegen, Ethereum 52.4%. Auch das war so Anfang Jahr nur von den wenigsten Marktteilnehmern erwartet worden, zudem einige grosse Player im Krypto Markt in Q1 Insolvenz anmelden mussten bzw. viele Projekte dysfunktional wurden.

Entwicklung ausgewählter Märkte in lokaler Währung



Konjunktur – weiterhin robust, Berichtssaison bringt Klarheit

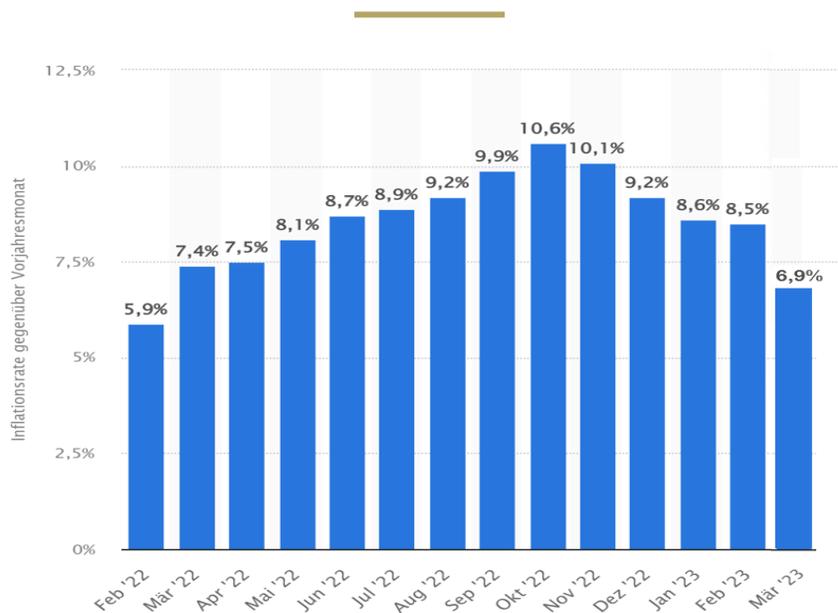
Die konjunkturelle Lage sieht insbesondere in Europa deutlich besser aus, als noch vor einem halben Jahr erwartet. Ein milder Winter und die Erschließung anderer Energiequellen haben dazu beigetragen. Der Ifo-Geschäftsklimaindikator stieg zu Jahresbeginn bereits zum vierten Mal in Folge und der europäische Einkaufsmanagerindex (Composite Dienstleistung und Industrie) signalisiert mit 54.1 ein Wirtschaftswachstum. Die US-Wirtschaft zeigt sich ebenfalls als robust, was sich in einem ausgetrockneten Arbeitsmarkt und damit verbundener tieferer Arbeitslosenquote widerspiegelt. Die US-Arbeitslosenquote liegt mit 3.6% nahe dem niedrigsten Wert. Auch Chinas Wirtschaft erholt sich aufgrund der 180 Grad Drehung ihrer COVID Politik deutlich. Der IWF erwartet für 2023 ein globales Wachstum von 2.9%. Der stärkere geldpolitische Gegenwind, höhere Zinsen, sowie eine fortschreitende Deglobalisierung dürften die Konjunktur in den kommenden Monaten aber belasten. Die nun kommende Berichtssaison und der Ausblick der Unternehmen

werden uns mehr Aufschluss über die Wirtschaft geben, als wir es von den Notenbanken hören. Inzwischen haben die höheren Zinsen begonnen, den Immobilienmarkt negativ zu beeinflussen. Dort lauern für uns aktuell die grössten Gefahren für die Märkte, da im Immobilienbereich mit viel Fremdkapital gearbeitet wird und die Preise deutlich rückläufig sind. Die sog. REITs, also börsennotierte Immobiliengesellschaften, mussten von ihren Höchstständen bereits zwischen 70-80% ihrer Marktkapitalisierung abgeben. Sollten die Refinanzierungen der Schulden aufgrund der veränderten Zinssituation und gesunkener Realwerte erschwert und gar verunmöglicht werden, könnte ein Dominoeffekt ausgelöst werden. Auch die privaten Eigenheimbesitzer geraten mehr und mehr unter Druck. Deshalb werden wir in den nächsten Wochen und Monaten genau darauf achten, wie sich die Immobilienbranche weiterentwickelt.

Inflation – hartnäckiger als erwartet, 2% Ziel ist illusorisch

Die überraschend starke Wirtschaftsleistung führt dazu, dass sich die Inflation auf deutlich höherem Niveau halten wird, auch wenn ab März und April der Basiseffekt durch die günstigeren Energiepreise eine Abschwächung der Inflation bewirkt. Die Inflation hat zwar ihren Höhepunkt im Oktober 2022 bereits erreicht, sinkt aber langsamer als erhofft. Deglobalisierung, Dekarbonisierung, Protektionismus und Demografie befördern die Inflation langfristig. Dank AI, ChatGPT und Blockchain-Technologie sollte aber ein Produktivitätsgewinn diesen Effekt ein Stück weit mindern können. Die Notenbanken fürchten sogenannte Zweitrundeneffekte – vor allem höhere Löhne – welche die Inflation nochmal anheizen könnten. Die Inflationszahlen in den USA kamen am 14. März wie erwartet von 6.4% auf 6.0% zurück. Die Kerninflation gab aber nur leicht auf 5.5% nach. In der Eurozone ist die Inflation für den Februar auf 8.5% und im März erneut auf 6.9% gesunken. Die EZB erwartet für dieses Jahr nach wie vor eine Inflation von im Schnitt 5.3%. Viele Unternehmen nutzen die Inflation, um die Preise weit über diese Zahl anzuheben und sind damit zusätzlicher Treiber der gleichen. Mit Blick auf die derzeitigen Lohnverhandlungen vor allem in Deutschland steht ausser Frage, dass ein Inflationsziel von 2% bis mindestens Ende 2025 sehr unrealistisch erscheint.

Inflationsrate Eurozone von Februar 2022 bis März 2023



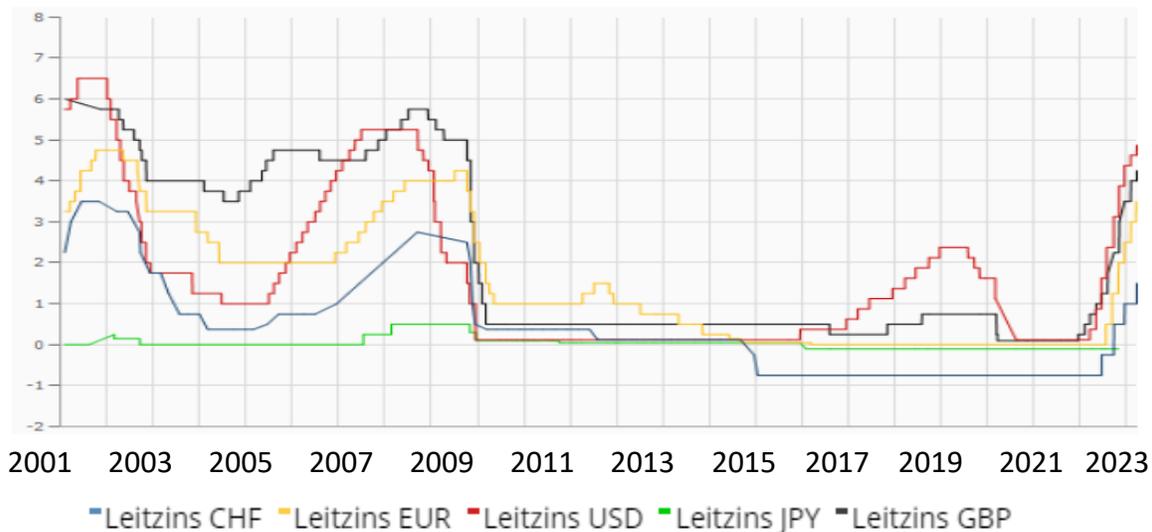
Quelle: Statista.com

Notenbanken – Zinserhöhungszyklus geht in die Verlängerung, aber mit Deckelung

Die US-Notenbank erhöhte am 22. März trotz der Stabilitätsrisiken im Finanz- und Bankensystem die Leitzinsen in den USA um 0.25% auf die Spanne von 4.75% bis 5.0%. Die Bekämpfung der Inflation hat (noch) klar Priorität. Aus heutiger Sicht ist für die Mai-Sitzung ein weiter Schritt von 25 Basispunkten realistisch, aber die Peak-Inflation und auch der Zinsgipfel scheinen erreicht. Auch wenn FED-Chef Jerome Powell punkto Zinssenkungen in diesem Jahr noch keine Hoffnungen macht, preist der Markt diese bereits ein. Die meisten Marktteilnehmer gehen von einem Höhepunkt von 5.25% bis 5.5% aus. Die Schweizerische Nationalbank erhöhte am 23. März die Leitzinsen trotz Bankenkrise in Amerika und rund um die Probleme mit Credit Suisse gar um 0.5% auf 1.5%. Mit diesem vierten Zinsschritt in Folge wirkt die SNB nochmals gestiegenem Inflationsdruck entgegen. Eine weitere Erhöhung am 20. Juni um 25 bps ist wahrscheinlich. Die EZB erhöhte den Leitzins bereits Mitte März um 0.5% auf 3.5%, die sechste Erhöhung seit Juli 2022. Sie signalisiert, dass sie den Bankensektor für stabil hält und dass der Kampf gegen die Inflation weitergeht. Gemessen an der Inflation ist die EZB in ihrer Zinspolitik weit hinter den USA zurück und wir gehen auch nicht davon aus, dass die EZB die Zinsen viel stärker anheben kann. Denn die Defizite in den Ländern der Eurozone steigen mit Krieg, Flüchtlingsproblematik, Klimapolitik und stark gestiege-

nen Rüstungsausgaben rasant an. Zudem ist der steigende Zinsspread bei den Staatsanleihen innerhalb der Eurozone ein Risiko, das noch kaum beachtet wird (10-jährige Staatsanleihen: Deutschland 2.3%; Italien: 4.1%). All diese Faktoren setzen einen gewissen Deckel auf die Zinsen im Euro, den wir bei maximal 4% sehen.

Entwicklung Leitzinsen Schweiz, Europa, USA, Japan, UK



Quelle: finanzen.ch

Anleihenmärkte – noch lange keine positiven Realrenditen

Noch vor nicht allzu langer Zeit sprachen alle über Negativzinsen im kurzfristigen Bereich. Diese Zeit scheint gefühlt Lichtjahre entfernt, wenn man bedenkt, was alles in den letzten 18 Monaten passiert ist. Während noch zu Beginn des Jahres 2022 der Zins von 10-jährigen US-Treasuries bei 1.7% lag und Schweizer Eidgenossen bis 30 Jahre Laufzeit keine positiven Renditen mehr zeigten, sieht es heute deutlich anders aus. Im 4. Quartal 2022 haben 10-jährige US-Treasuries Werte von über 4.2% Rendite erreicht und sich auch anfangs März kurz über 4% bewegt. Im Zuge der Bankenschliessungen bzw. deren Rettungsaktionen sind die 10-jährigen Renditen in den USA aktuell auf 3.55% gefallen. Nicht nur die Suche nach sicherer Rendite, sondern auch die Erwartung einer Ende 2023 bis Anfang 2024 eintretenden Rezession in den USA hat diese Entwicklung beschleunigt und die Zinsstrukturkurve deutlich invers werden lassen.

Entwicklung 10-jährige Staatsanleihen, wichtige Märkte 5 Jahre, in %



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Die Entwicklung der Renditen 10-jähriger deutscher Bundesanleihen verlief ähnlich. Von 0.2% Minusrendite noch anfangs 2022, ist die Rendite auf 2.7% gestiegen, um aktuell auf 2.3% zurückzufallen. Der Realzins für 10-jährige Bundesanleihen beläuft sich gemessen an der aktuellen Inflationszahl somit immer noch auf ca. minus 5%. Auch in der Schweiz hat sich diese Entwicklung vollzogen, wenn auch die Renditen Schweizer Eidgenossen nur knapp die 1% Marke erreichen konnten. Das Risiko von Rückschlägen bei Anleihen scheint begrenzt, da der Markt die gestiegenen Leitzinsen bereits berücksichtigt hat. Sinkende Inflationsraten und schwaches Wachstum, allenfalls eine Rezession spiegeln sich in tieferen Renditen am langen Ende (ab 5 Jahren Laufzeit) wider.

Nach langer Zurückhaltung im Bereich von Anleihen, die uns 2022 vor Verlusten verschont hat, haben wir dieses Quartal begonnen Anleihen auch über gut diversifizierte Fonds und teils über direktes Engagement stärker zu gewichten. Cash wird ab einem gewissen Betrag in sog. täglichen Call-Geldern angelegt, die aktuell in USD über 4%, in EUR über 2% und in CHF wenigstens leicht über 0% rentieren. Unsere Renditeerwartung im Bereich der aktiven Fonds bewegt sich je nach Referenzwährung zwischen 4% und 7%. Wir setzen bei der Fondsmanager Selektion auf aktives Management und einen soliden Leistungsausweis der Vergangenheit.

Aktienmärkte – Zins- und Inflationssorgen bleiben wichtige Faktoren

Uns beschäftigen vor allem zwei Fragen. 1. Bedeutet die deutlich robustere Verfassung der US-Wirtschaft, dass die Fed die Leitzinsen noch deutlich länger auf hohem Niveau halten muss, als der Markt aktuell einpreist, um die Inflation deutlich zu drücken? 2. Zeigt die relativ starke Wirtschaft, dass wir an einer Rezession bzw. harten Landung zunächst vorbeikommen und der Abschwung lediglich später und dann sogar stärker eintrifft? Zurückschauend muss man feststellen, dass es einer Notenbank praktisch nie je gelungen ist, die Teuerung ausreichend zu dämpfen ohne die Wirtschaft in eine Rezession zu führen. Von einer starken Rezession gehen wir aktuell aber nicht aus, da die Signale aus der Wirtschaft zu robust sind. Allerdings werden die Zinsen länger auf hohem Niveau verharren, die Nullzinspolitik ist definitiv vorbei und war der Coronapandemie geschuldet. Folglich ist es entscheidend, auf die richtigen Aktien im jeweiligen Sektor zu setzen. Also diejenigen Sektoren und Firmen, die nicht in Preiskämpfe verwickelt werden, technologische und Marktführerschaft in ihrem Segment haben. Vor allem hoch bewertete Firmen mit geringen Margen, hoher Verschuldung und geringer Preissetzungsmacht werden verwundbar bleiben. Wenn kurzfristige US-Treasury-Anleihen vor kurzem noch eine Rendite von über 5% brachten und der amerikanische S&P eine Gewinnrendite von 7% ausweist, deutet das klar auf eine Überbewertung der amerikanischen Märkte hin. Zurückgehende Gewinne und nach wie vor restriktive Notenbanken könnten zu einer Bewertungskorrektur führen. Diese Bewertungskorrektur dürfte dort am mildesten ausfallen, wo die Bewertungen vergleichsweise niedrig sind. Dies ist nach wie vor in Europa der Fall. Wir sind in diesem Umfeld mit Aktien noch leicht untergewichtet und setzen wie schon lange auf hervorragende Firmen in ihrem jeweiligen Segment. In Phasen von steigenden Zinsen konzentrieren wir uns stärker auf defensivere Sektoren und vor allem gut kapitalisierte Unternehmen. Auch die nächsten Quartale werden viel Bewegung bringen. Dabei gilt es, Ruhe zu bewahren und in Qualität investiert zu bleiben bzw. bei Rückschlägen eher aufzustocken als abzubauen. In starken Phasen empfiehlt es sich eher einmal auch Gewinne mitzunehmen. Bei der Aktienausswahl setzen wir auf ein überzeugendes Management, eine verständliche Strategie, Preissetzungsmacht bei den Produkten und Dienstleistungen und vor allem schöne Gewinne bzw. positive Cashflows. Uns ist es wichtig, dass die Produkte- bzw. Dienstleistungspalette auch für die nächsten Jahre überzeugt. Viele der Firmen, in die wir investieren, sollten uns im Alltag zum Teil direkt oder in direkt mit ihren Produkten begleiten, sei es als Zulieferer, Softwareproduzent oder als Firma für Güter des täglichen Bedarfs. Ohne Empfehlungen zum Kauf zu geben, wollen wir an der Stelle Microsoft, Apple und Nestlé nennen. Alle drei Firmen sind Marktführer in ihrem Segment und schaffen es immer wieder, sich neu zu erfinden. Nach dem ersten sehr guten Quartal für die

beiden US-Giganten, erwarten wir für Q2 eher eine Verschnaufpause bei der Kursentwicklung, was aber fundamental wieder Einstiegsmöglichkeiten bieten sollte.

Währungen – USD überbewertet, CHF mit Potential

Der USD wird einen wichtigen Grund für seine Stärke verlieren, wenn im Mai der Zinsgipfel absehbar und der Ruf nach den ersten Senkungen lauter wird. Bezüglich Kaufkraftparität ist er zudem stark überbewertet. Die Zinsen dürften in Europa in 2023 hingegen noch etwas ansteigen und erst frühestens Anfang 2024 wieder sinken. Damit dürften vermehrt Gelder aus dem USD in den Euroraum fließen. Die Bewegung im EUR/USD Wechselkurs von 0.96 auf 1.09 über die letzten 8 Monate zeigt bereits die Richtung auf. Der CHF sollte durch die recht restriktive Geldpolitik der Schweizerischen Notenbank, damit relativ höheren Zinsen sowie die Tatsache, dass die Inflation weit unter jener der Eurozone liegt, weiter stark bleiben.

Gold – Absicherung gegen Krisen und Inflation

Gold hat im ersten Quartal seine Funktion als Absicherung gegen Verwerfungen am Kapitalmarkt bestätigt und gehörte zu den bisherigen Gewinnern in 2023. Für den Anstieg im März waren die Turbulenzen im Bankensektor verantwortlich. Da wir nicht von einer veritablen Finanzkrise wie in 2008 ausgehen, dürfte Gold aus dieser Ecke nicht weiter unterstützt werden. Mit höheren Zinsen sind die Opportunitätskosten zwar gestiegen, die aber gestiegene Inflation wird auch für Gold ein Kaufkriterium bleiben, da die durchschnittlichen Förderkosten pro Unze Gold inzwischen bei über USD 1'800 liegen. Kurzfristig dürfte im Sommer die Diskussion über die Schuldenobergrenze in den USA die Märkte belasten und Gold unterstützen. Die exorbitanten Schulden im Euroraum und in den USA bei gleichzeitiger Diskussion und Planung einer neuen Währung zwischen den Ländern in Asien und dem mittleren Osten bergen die Gefahr, dass der USD in den nächsten 10-20 Jahren als Weltleitwährung abgelöst werden kann. Für Gold spricht ebenfalls, dass viele Notenbanken ihre Reserven in Gold wieder aufstocken und sich weniger abhängig vom USD machen wollen. Die Netto-Zukäufe der Notenbanken waren 2022 mit ca. 1'150 Tonnen auf Rekordniveau. Wir bleiben in Gold als Absicherung für Krisen und Schutz gegen Inflation investiert.

Fazit – Ausblick

Unser Fazit sieht nicht anders als vor 3 Monaten aus, auch wenn die Indizes höhere Stände aufweisen. Aktien bleiben langfristig und als Inflationsschutz die beste Anlageklasse. Es kommt aber auf die Selektion an. Eine mögliche Wachstumsabschwächung der Wirtschaft und weitere Zinserhöhungen durch die Notenbanken bergen kurz-, bis mittelfristig Risiken. Aber die Tatsache bleibt, dass viele Unternehmen gut wirtschaften und diese weiterhin hohe Cashflows erzielen; auch die Dividendenausschüttungen erreichen in 2023 ein Allzeithoch. Beobachten Sie einmal welche Firmen Sie jeden Tag mit ihren Produkten und Dienstleistungen direkt und indirekt begleiten, angefangen mit einer Tasse Kaffee bekannter Anbieter, mit Produkten für die private und geschäftliche Kommunikation, für ihre persönliche Pflege, Sport und Gesundheit, was Sie essen, welches Auto Sie nutzen oder welche Medizin Sie benötigen. Viele dieser Firmen werden Sie auch in Zukunft begleiten und Geld mit uns allen verdienen. Es wird auch in den nächsten Quartalen Dellen geben, die wir für Sie als Einstieg nutzen. Stock Picking und intelligente Branchengewichtung bleibt das Gebot der Stunde und unsere tägliche Arbeit bzw. Herausforderung. Wir ergänzen unsere Anlagestrategien wieder vermehrt durch Anleihen und bleiben Gold treu. Um Kapitalerhalt zu erreichen müssen Investoren aber ein gewisses oder gar höheres Risiko mit guten Aktien eingehen sowie mit einer gewissen Schwankung umgehen können.

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

Ihr Belvoir-Team

Autoren: Steffen Bauke, René Stoll, Adrian Marcu, Mauro Tempini

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

