

Juli 2020

Strategie Update



Es ist (erst) Halbzeit!

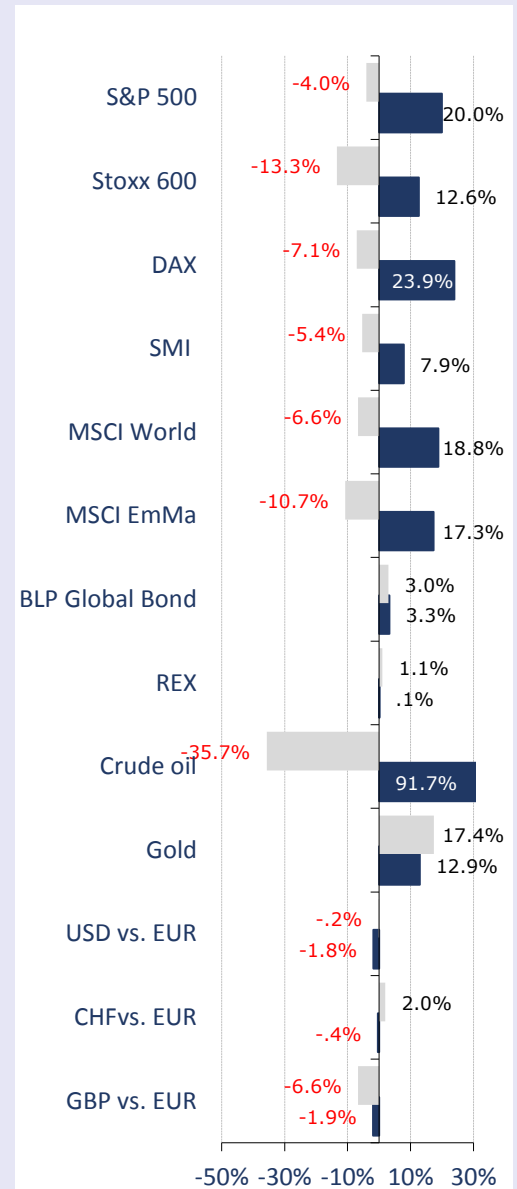
Wenn wir in die Ergebnisse unserer Investoren blicken, sind wir relativ gut durch dieses erste Halbjahr gekommen. Das hätte noch vor 3 Monaten so niemand erwartet. Mit Blick auf die Kapitalmärkte war es ein historisches Halbjahr, welches den schnellsten Börsencrash der Geschichte verzeichnet und auch die anschließende Erholung der Aktienbörsen weist einen Rekord auf. Gemessen am US-Aktienindex S&P 500 ist es der höchste Quartalsanstieg seit mehr als 20 Jahren. Die US-Technologiebörse Nasdaq jagt schon wieder ein Allzeithoch nach dem anderen und auch die breiteren Indices, wie S&P oder DAX tendieren nur knapp unter ihren Höchstständen. Vieles scheint surreal nach den Bildern aus den Medien und den Hiobsbotschaften aus der Wirtschaft.

S&P 500; prozentuale Veränderung gegenüber Vorquartal



Quelle: The Economist; Datastream

Entwicklung ausgewählter Märkte in lokaler Währung

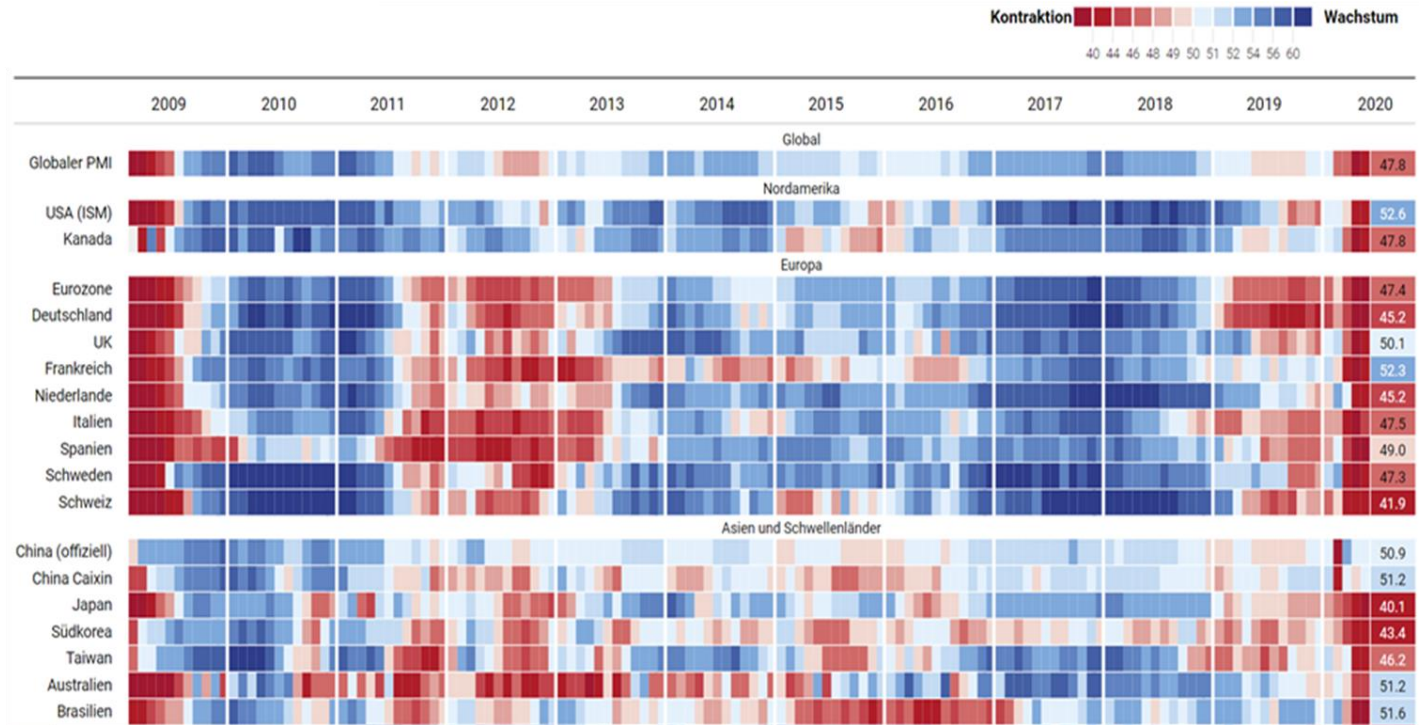


■ Performance 1. Halbjahr 2020
■ Performance 2. Quartal 2020

Quelle: Bloomberg

Die Massnahmen zur Eindämmung der Pandemie werden in den Industrieländern spürbar gelockert und das Treiben in den Einkaufsstrassen und Ausflugszielen nimmt Ausmasse an, die an die Vorkrisenzeit erinnern.

Auch einige Konjunkturindikatoren scheinen ihre Tiefststände bereits hinter sich gelassen zu haben. Beispielsweise die globalen Einkaufsmanagerindices (PMI):



Quelle: Finanz und Wirtschaft, Stand 30.6.20

Möglicherweise wiegen wir uns in einer Scheinsicherheit. Denn die milliardenschweren Rettungs- und Konjunkturpakete der Staaten und die Geldschwemme der Notenbanken kleistern jeden Riss im Fundament gnadenlos zu.

Bei aller Zuversicht ist zu bedenken: Es ist erst Halbzeit und es scheinen viele Störfaktoren bisher ungelöst.

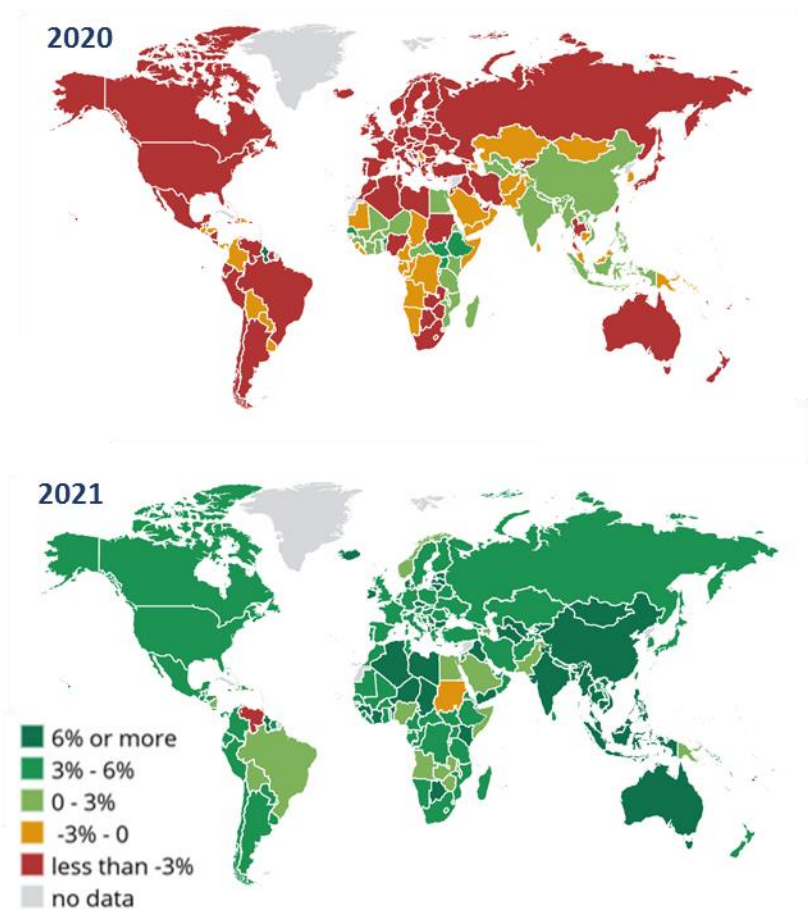
Konjunktur

Der längste Konjunkturaufschwung in der jüngeren Geschichte endete im ersten Quartal abrupt. Es waren dieses Mal keine Exzesse der Finanzindustrie, wie 2007 oder 2000, die eine konjunkturelle Talfahrt auslösten. Die Massnahmen der Regierungen zur Eindämmung der Ausbreitung des Coronavirus sorgten für eine bis dahin noch nicht gekannte Vollbremsung der Wirtschaft. Neben dem produzierenden Gewerbe leiden insbesondere die Bereiche Handel, Gastronomie und Hotellerie, sowie der gesamte Bereich des Tourismus. Damit ist diese Krise für nahezu jeden Haushalt spürbar.

Rund um den Globus wurden Rettungspakete, Liquiditätsspritzen und Konjunkturprogramme aufgelegt, um die Folgen des wirtschaftlichen Einbruchs abzumildern.

Alle Massnahmen zusammengefasst, entsprechen rund 20% des globalen Bruttoinlandproduktes (Basis: globales BIP 2018). Das bedeutet, dass Staaten (Regierungen) und die Notenbanken zum Hauptakteur im Wirtschaftskreislauf aufgestiegen sind. Kurzfristig bedeutet dies, dass die Konjunktur in den nächsten Monaten einen enormen An Schub erhalten wird und schon in den nächsten Quartalen sehr positive Konjunkturdaten zu erwarten sind.

Der IWF rechnet mit einer starken Erholung der Weltwirtschaft in 2021



Quelle: Internationaler Währungsfonds (IWF)

Noch nicht entschieden ist jedoch, welche langfristigen Folgen diese fiskalpolitischen Eingriffe auf die Wirtschaftsstruktur und Gesellschaft haben werden. Gelingt ein wirklicher Strukturwandel (z. B. in der Automobilindustrie) oder werden unwirtschaftliche Unternehmen und Industriezweige künstlich am Leben gehalten (Zombieökonomie)? Jetzt ist die Chance der Fiskalpolitik zur strukturellen Weichenstellung da. Wird sie genutzt, könnte tatsächlich ein neuer langanhaltender Aufschwung initiiert werden. Betätigungsfelder gibt es hier genug: Energieversorgung, Mobilität, Städtebau und digitale Infrastruktur sind nur einige Felder.

Fiskal- und Notenbankpolitik

Im Strategie Update vom April 2020 berichteten wir von sechs Billionen USD, die Staaten und Notenbanken als Rettungspakete schnürten. Diese Summe ist binnen drei Monaten auf ca. 18 Billionen angewachsen. Wie zuvor erwähnt, entspricht diese Summe rund 20% der globalen Wirtschaftsleistung. Auch wenn diese Gelder nicht 1:1 in Wirtschaftswachstum umgesetzt werden, so kann doch davon ausgegangen werden, dass nach dem Einbruch der Wirtschaft in 2020, das Jahr 2021 ein ausserordentlich hohes Wirtschaftswachstum ausweisen wird. Dieser massive Eingriff seitens Fiskal- und Notenbankpolitik ist in der Geschichte beispiellos, es scheint wie ein Experiment ohne Blaupause. Möglicherweise sind es die Lehren aus der Wirtschaftskrise 1929-1932, die die Entscheidungsträger motivierten. Seinerzeit reagierten Notenbanken und Fiskalpolitik auf die ersten Anzeichen einer Konjunkturkrise mit einer restriktiven Geld- und Abschottungspolitik. Dieses Handeln wird als Auslöser für die anschliessende „Grosse Rezession“ angesehen. Das Vertrauen der Bürger und Unternehmen in die Wirtschaft ging verloren, Massenarbeitslosigkeit, Unternehmenspleiten, Hyperinflation und Staatskrisen waren die Folgen. Dieses Beispiel macht deutlich, auf welcher Gratwanderung sich die heutigen Entscheidungsträger bewegen. Aber wie schon erwähnt, es ist auch die Chance auf eine grundlegende Weichenstellung für den gesellschaftlichen und wirtschaftlichen Wandel.

Regimewechsel

Während noch über die konjunkturellen Folgen debattiert wird, hat die Börse den Crash weitestgehend verarbeitet. Schon werden die im Kapitel Konjunktur beschriebenen positiv zu erwarteten Daten 2021 eingepreist. Und dennoch reiben sich viele Kapitalmarktteilnehmer ungläubig die Augen, da die Unternehmensbewertungen (Aktienkurse) so gar nichts mit der Realität gemein zu haben scheinen (z.B. Amazon KGV >78). In der Tat weisen die Bewertungskennzahlen für Aktien Niveaus aus, die den Schluss zulassen, dass die Aktienmärkte aktuell eher überbewertet sind. Mit einem durchschnittlichen Kurs-Gewinn-Verhältnis von >21 weist der Schweizer Aktienmarkt (SMI) ein Niveau auf, welches weit über dem langfristigen Mittel von ca. 15 liegt. Die Aktienkurse scheinen sich aufgrund des billigen Geldes vom Konjunkturzyklus zu entkoppeln. Zukunftsbranchen werden mit massiven Zuschlägen, alte Industrien mit deutlichen Abschlägen bewertet (Energy: KGV 19,6; Technology: KGV 33,8)

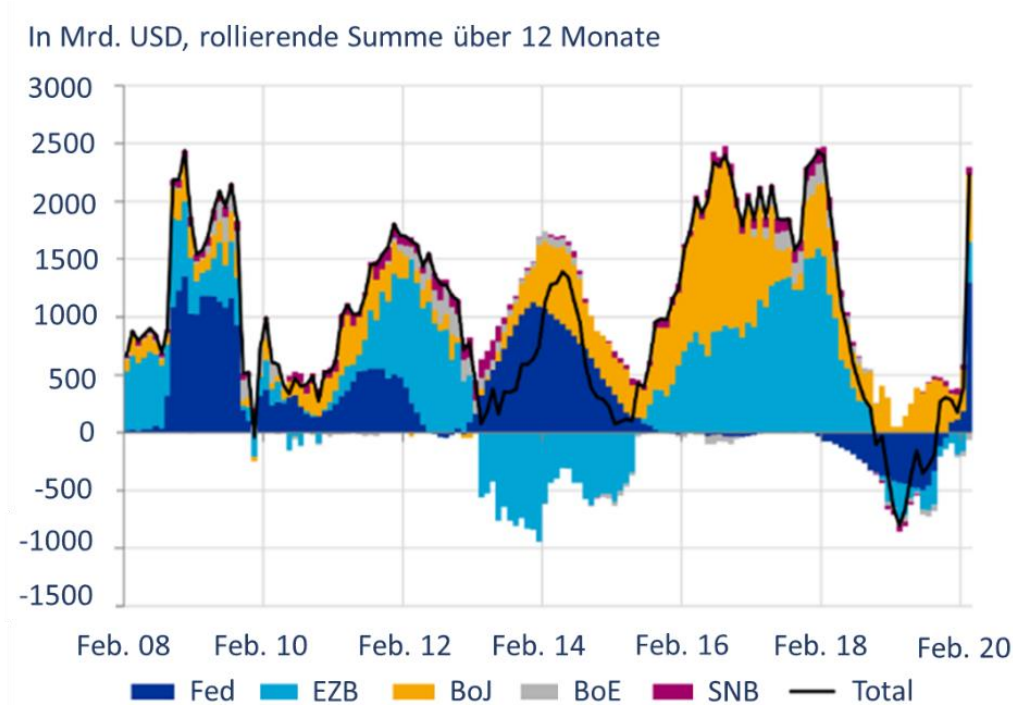
No.	Name	Stocks	Market Cap	Dividend	▼ P/E	Fwd P/E
1	Technology	594	9206.01B	1.12%	33.84	24.66
2	Consumer Cyclical	475	5524.32B	0.73%	32.72	26.88
3	Real Estate	263	1268.79B	3.59%	32.12	35.19
4	Healthcare	986	6092.08B	1.58%	29.13	18.07
5	Consumer Defensive	207	3195.62B	2.68%	25.62	19.22
6	Communication Services	260	5854.10B	1.11%	22.18	22.10
7	Basic Materials	235	1541.06B	3.01%	21.57	15.97
8	Industrials	590	3282.17B	1.77%	21.56	19.02
9	Utilities	102	1102.07B	3.62%	20.49	17.92
10	Energy	312	2091.71B	6.05%	19.57	18.56
11	Financial	935	6611.60B	2.54%	0.43	13.36

Quelle: finviz.com

In Fachkreisen wird davon gesprochen, dass die Dominanz des Konjunkturzyklus durch den monetären Zyklus abgelöst wurde. Die Notenbankpolitik hat das Zepter übernommen. Das passt gut zu dem in den vorherigen Kapiteln beschriebenen Szenario und macht die Erklärungen für die aktuelle Entwicklung an den Kapitalmärkten

einfacher. Wir leben im Regime des monetären Zyklus. Das bedeutet, dass wir unsere Entscheidungsmuster entsprechend adjustieren müssen.

Veränderung der Bilanzen der Zentralbanken



Quelle: Baloise Asset Management per 24.4.20

Was nun?

Bevor auf die aktuellen Positionierungsziele eingegangen wird, sollten die beiden derzeit wesentlichen Risikofaktoren kurz behandelt werden. Je nach Verlauf, können diese die Asset Allokation massiv beeinflussen.

Die Corona-Pandemie ist noch nicht vorüber. Auch wenn viele Industrieländer die strengen Auflagen zur Eindämmung der Pandemie bereits wieder lockern, grassiert das Virus weiterhin in der Welt. Die Dynamik der Neuinfektionen scheint gerade in Mittel- und Südamerika sowie den südlichen Staaten der USA ungebremst. Da noch keine wirksamen Impfstoffe oder Medikamente gefunden wurden, besteht das Risiko, dass die Pandemie in mehreren Wellen durch die Gesellschaft geht. Unbekannt sind die mit einer neuerlichen Welle verbundenen wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Folgen.

Das zweite Risiko ist der wachsende Populismus und damit einhergehend die tiefe Spaltung der Gesellschaft. Weltweit gewinnen populistische Kräfte an Zuspruch, doch stehen die USA in diesem Jahr im Fokus. Im November tritt Präsident Trump zur Wiederwahl an und schon heute bieten seine Wahlkampf- und Presseauftritte ein Vorgeschmack auf die zweite Amtszeit. Es muss davon ausgegangen werden, dass die Gesellschaft weiter gespalten und er seine Abschottungspolitik weiter vorantreiben wird. In der Folge können Populismus und Protektionismus zur wesentlichen Gefahr für Wohlstand und Wachstum werden. Das wäre dann eine weitere Parallele zur Krise in den dreissiger Jahren des letzten Jahrhunderts.

Asset Allokation

Der monetäre Zyklus sollte den Kapitalmärkten weiteren Auftrieb geben. Dennoch wird in der aktuellen Positionierung den beiden beschriebenen Risikoszenarien eine hohe Beachtung geschenkt.

Das hat zur Folge, dass die Aktienquoten um die neutrale Quote herum, bzw. leicht darunter liegen. Bei den Obligationen wird strikt auf Qualität geachtet, sodass Anleihen der Schwellenländer und sogenannte Hochzinsanleihen derzeit in der Asset Allokation eine untergeordnete Rolle spielen, denn eine drohende «Pleitewelle» ist noch nicht angerollt, die Risiko-Spreads sind aber.

Gold hat sich als Krisenwährung bewährt und ist eine Halteposition. In der Krise erweist sich Liquidität als nützliches Asset, welches die jederzeitige Handlungsfähigkeit erhält.

In einem Satz zusammengefasst: Wir gehen optimistisch in das zweite Halbjahr, wemgleich wir die Risiken genau im Auge behalten und jederzeit bereit sind, Positionierungsziele entsprechend anzupassen.

Wir danken Ihnen für Ihr Vertrauen und freuen uns, Ihnen weiterhin mit Rat und Tat in allen Fragen der Vermögenanlage zur Seite stehen zu können.

Gerne stehen wir für einen persönlichen Austausch auch per Telefon oder Videochat zur Verfügung.

Ihre Belvoir Capital AG

Disclaimer:

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.

Belvoir Capital AG

Beethovenstrasse 9, 8002 Zürich

Tel.: +41-(0) 44 206 30 40

Fax: +41-(0) 44 206 30 49

Email: info@belvoircapital.com

Web: www.belvoircapital.com