



PRIO PARTNERS

BODMER CETTIER



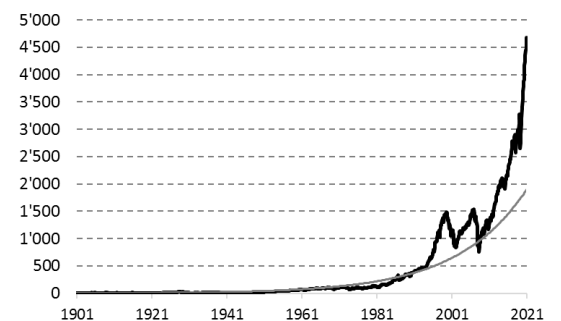
Zürich, 11.02.2022

AK Nr. 27 – Die Schöne und das Biest

Die Aktienmärkte der letzten Jahre sind schnell zusammengefasst. Billiges Geld, niedrige Zinsen, Unternehmen mit Rekordgewinnen, keine Alternative zu Aktien und im Zweifel greifen die Zentralbanken ein. Das Resultat ist eine beeindruckende Kursentwicklung über die letzten Jahrzehnte, exemplarisch aufgezeigt anhand des US-Aktienmarkts.

Die Schöne

US-Aktienmarkt (schwarz); exponentielle Trendlinie (grau)



Quelle: Prio Partners, Finanzdatenbank

Hinter vorgehaltener Hand wird ab und an das Thema Bewertungsniveau über die Flure der Bankhäuser rund um den Paradeplatz gehaucht. Doch hohe Bewertungsniveaus sind bei niedrigen oder negativen Zinsen durchaus nachvollziehbar. So schön, so gut. Nichts Neues.

Regimewechsel?

Nach langer Zeit erleben wir nun potentiell einen Regimewechsel.

«Inflation war lange Zeit gewünscht, aber nicht da. Nun ist sie da, aber nicht mehr erwünscht.»

Mit der am 10. Februar in den USA bekanntgegebenen Inflationsrate von 7.5% (dem höchsten Stand seit 1982), steigt der Handlungsdruck für die Zentralbanken deutlich. Erhöhen sie die Zinsen nicht, machen sie sich unglaublich. Erhöhen sie die Zinsen, stellt sich die Frage in welchem Umfang dies tragbar ist.

Das Biest

Inflation, Entwicklung Konsumgüterpreise im vgl. zum Vorjahr (USA)



Quelle: Prio Partners, Finanzdatenbank

Es ist zumindest fraglich, ob es sinnvoll ist, dass Zentralbanken eine Inflation, die eher durch Nahrungs- und Energiepreise sowie Lieferkettenengpässe getrieben ist, durch Zinserhöhungen bekämpfen. Historisch schwächt dies die Wirtschaft, die eventuell nicht ganz so stark ist wie man meinen könnte.¹ Darüber hinaus: Ob Zentralbanken angesichts hoher Schuldenstände von Staaten überhaupt Zinsen merklich erhöhen können, wird interessant zu beobachten sein.

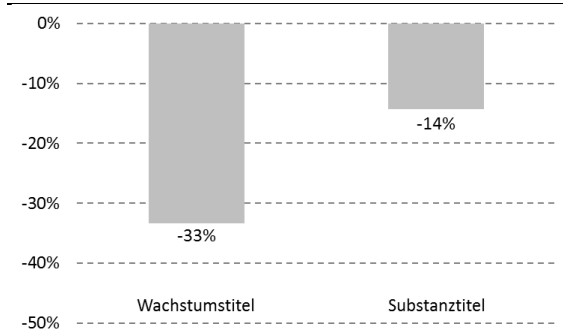
Die angekündigten Zinserhöhungen der US-Zentralbank (aber auch der Europäischen Zentralbank) haben die Märkte aufhorchen lassen. Wir haben dies zum Anlass genommen, um mit einer einfachen Sensitivitätsanalyse

¹ Die US Wirtschaft ist im 4. Quartal 2021 mit 6.9% zwar stark gewachsen, wobei 71% dieses Wachstums auf die Aufstockung von Lagerbeständen zurückzuführen ist. Die reale Nachfrage war mit rund 2% deutlich tiefer. Quelle: <https://economics.td.com/us-real-gdp>

den Einfluss von steigenden Zinsen auf die Unternehmensbewertung aufzuzeigen. Wie man annehmen würde zeigt sich, dass Wachstumstitel besonders stark von steigenden Zinsen betroffen sind, da ihre Cash-Flows und Gewinne weit in der Zukunft liegen – also stärker abdiskontiert werden. Entsprechend schlagen hier besonders schmerzhaft Kursverluste zu Buche: Ein Zinsanstieg von +1% hat einen Kursverlust von rund -30% zur Folge. Auch bei den grossen, etablierten Unternehmen haben Zinserhöhungen Einfluss auf das Bewertungsniveau, jedoch sind die Adjustierungen bei weitem nicht so schmerzhaft.

Schmerzhaftes Neubewertung

Zinssensitivität der Unternehmensbewertungen auf einen Zinsanstieg um +1%, Wachstum- vs. Substantitel

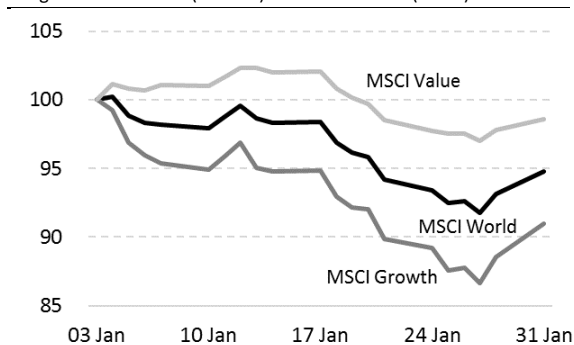


Quelle: Prio Partners

Der beschriebene Prozess der Preisfindung bei steigenden Zinsen hat im Markt schon vor längerer Zeit begonnen, jedoch ob der konkreten Ankündigung zu Zinssteigerungen der US-Zentralbank FED nochmals an Prominenz gewonnen. Der Januar 2022 war entsprechend volatil und hat die Aktienmärkte negativ beeinflusst. Auch die oben beschriebenen Bewertungsverluste liessen sich in der Marktentwicklung ablesen.

Marktentwicklung seit Jahresanfang (indexiert)

Vergleich Wachstums (Growth)- vs. Substantitel (Value)



Quelle: Prio Partners, Finanzdatenbank

Vor allem kamen kleine und mittlere Wachstums- und Technologietitel unter die Räder (abgebildet mit dem MSCI Growth). Die sogenannten Value Titel (z.B. grosse Industrietitel, Versicherungen) hielten sich besser (abgebildet mit dem MSCI Value).

² AK Nr. 25 Hauptströmung vom 18.08.21

³ AK Nr. 26 Ausblick der Ausblicke vom 09.12.21

Positionierung

Nun, wie geht es weiter und wie positionieren wir uns in diesem Umfeld? Unsere Allokation zu Small- und Midcaps sowie peripheren Tech-Titeln hatten wir im Sommer letzten Jahres deutlich reduziert und halten auch weiterhin daran fest.² Das Rebalancing unserer Portfolien von Wachstumstiteln hin zu eher defensiven Substantiteln hatten wir im Dezember 2021 empfohlen und umgesetzt.³ Wir sind diesbezüglich der Überzeugung, dass Qualitätstitel mit hohen Margen es leichter haben Kostendruck an ihre Kunden weiterzugeben beziehungsweise mit Kostendruck besser umgehen können.

Allgemein halten wir an der Überzeugung fest, dass sich das Marktumfeld derzeit weniger für eine Übergewichtung von Risikopositionen anbietet. Wir empfehlen abzuwarten, bis die ersten Zinserhöhungen durch die US Zentralbank umgesetzt wurden, um die Reaktion der Marktteilnehmer besser abzuschätzen.

Neben diesen übergreifenden Fragen zur Portfoliopositionierung finden wir zwei Themen durchaus interessant.

1. Den sogenannten «Reopening Trade»: Also den Kauf von Unternehmen, die von der Wiedereröffnung der Wirtschaft und im Besonderen der Reiseindustrie profitieren. Dies nicht nur in der westlichen Welt, sondern auch auf China bezogen (was angesichts der rigiden Corona-Politik vor Ort derzeit noch kaum vorstellbar ist).
2. Es könnte sich herausstellen, dass die Zentralbanken in ein paar Monaten von aggressiven Zinserhöhungen Abstand nehmen müssen. Sei es aufgrund einer niedrigeren Inflation, einer sich eintrübenden Wirtschaftslage oder aufgrund der hohen Schuldenstände der Staaten. In einem solchen Szenario wären Gold und Goldminertitel eine lohnenswerte Allokation.

Abschliessend möchten wir festhalten, dass langfristig orientierte Investoren an Grundüberzeugungen und guten Investitionen festhalten sollten. Gute Unternehmen werden mit jedem Umfeld zurechtkommen und prosperieren. Auch das heutige Umfeld ist kein Grund für ausufernden Pessimismus, sondern höchstens für erhöhte Wachsamkeit.

P. Cettier