



PRIO PARTNERS

BODMER CETTIER



Zürich, 06.05.2022

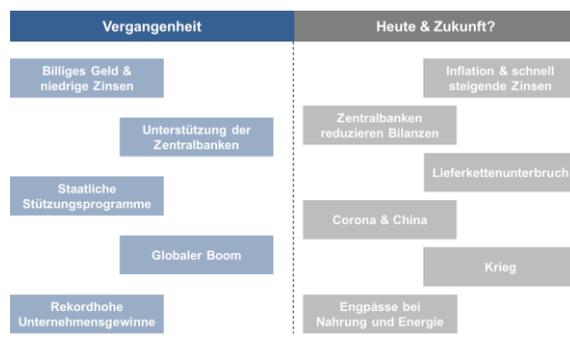
AK Nr. 28 – Unter Schock

Wir alle sind geschockt. So unglaublich schrecklich ist die Situation in der Ukraine. So unmenschlich ein Krieg. In gewisser Weise überträgt sich das Gefühl der Schockstarre auch auf den Aktienmarkt und die Anleger. Was tun? Wohin flüchten?

Nach einem Jahrzehnt mit strukturell sinkenden Zinsen, einer Liquiditätsparty der Zentralbanken, staatlichen Stützungsprogrammen während Corona, einem sich gerade wieder aufrappelnden globalen Wirtschaftsboom mit rekordhohen Unternehmensgewinnen, kommt es jetzt zum Schock. Eine Fahrt mit durchgedrücktem Gaspedal, die in einer Vollbremsung endet? Die Risiken sind bekannt, doch unterschätzt der Markt die wie in einem Alptraum sich aufreihenden Ereignisse? Die Zentralbanken stellen die «Musik» ab (Abbau der Zentralbankbilanzen bzw. Entzug von Liquidität), eine Inflation die ausser Kontrolle gerät. Lieferkettenunterbrüche, die schon während Corona zutage traten und mit dem Krieg in der Ukraine und der Isolation Russlands in den kritischen Bereichen Energie und Nahrung zu Hungerskatastrophen und Aufständen in den weniger entwickelten Ländern führen werden.

Vollgas zu Vollbremsung

Trendwende an den Märkten

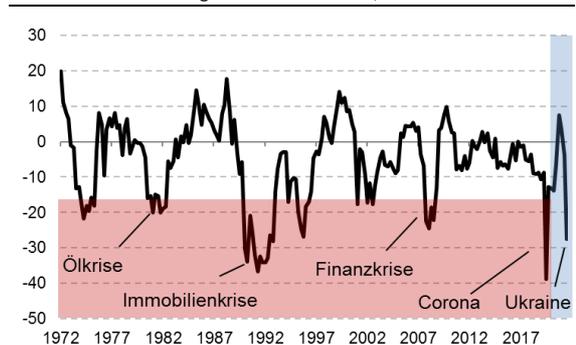


Quelle: Prio Partners

In unserem letzten Anlagekommentar vom Februar 2022 *AK Nr. 27 – Die Schöne und das Biest* fokussierten wir auf die schon dazumal bedrohliche Inflation und deren Konsequenzen. Aus vielen Gesprächen bekommen wir ab und an den Eindruck, dass gerade von Investoren Inflation falsch verstanden wird. Denn Anleger profitierten im letzten Jahrzehnt von steigenden Preisen! Im Fachjargon nennen wir dies monetäre Inflation oder «Asset Price Inflation». Billige Zinsen und ausufernde Liquidität kamen in immer höheren Preisen für Anleihen, Aktien, Immobilien und allen Arten von alternativen Anlagen (z.B. Venture Capital oder Private Equity) zum Ausdruck. Für uns und unsere Kunden eine tolle Sache. Für alle, die kein Geld zur Verfügung hatten um Eigentum zu erwerben, eine Katastrophe. Doch all dies war nicht so schlimm, solange die Güter des täglichen Gebrauchs erschwinglich waren. Schon mit Corona und nun mit dem Krieg in der Ukraine hat sich in dieser Hinsicht die Lage schlagartig geändert. Es trifft die Portokasse und gefährdet den Lebensstandard der breiten Bevölkerung. Diese Art von Inflation wird angebotsinduzierte Inflation oder «Headline Inflation» genannt und trifft die Konsumenten hart. Dies lässt sich an der Stimmung der Konsumenten ablesen, die selbst in der Schweiz auf rekordtiefe Stände abgestürzt ist.

Stimmung der Konsumenten sinkt rapide

Konsumentenstimmungsbarometer Schweiz, 1972-2022



Quelle: Prio Partners, SECO

Die Rolle der Zentralbanken

Nun fragen wir uns, was genau die Zentralbanken mit Zinserhöhungen bekämpfen wollen. Aus neutraler Perspektive wäre die Bekämpfung der monetären Inflation schon lange sinnvoll gewesen. Also Übertreibungen am Kapitalmarkt und die Fehlallokation von Kapital durch den fehlenden Lenkungsmechanismus Zins («hurdle rate») zu dämpfen. Die Chance wurde aus unserer Sicht längstens verpasst. Wir haben uns zu diesem Thema schon in unserem ersten Anlagekommentar von 2016 *AK Nr. 1 – Was ist was wert?* geäußert. Jedoch können Zentralbanken mit Zinserhöhungen eine angebotsinduzierte Inflation nicht direkt bekämpfen – oder was hat eine Zinserhöhung mit fehlendem Weizen aus der Ukraine zu tun, der den Brotpreis in die Höhe schnellen lässt. Die Wirkung von Zinserhöhungen auf angebotsinduzierte Inflation wirkt nur indirekt: Die Preise sinken erst entweder wenn es wieder mehr Angebot gibt, oder wenn die Nachfrage gedämpft wird. Also bremst die Zentralbank mit Zinserhöhungen die Wirtschaft aus, alle konsumieren weniger, und Angebot und Nachfrage kommen in ein neues, tieferes Gleichgewicht. Wir sprechen hier also von Verzicht und damit verbundenen Abstrichen für unseren Lebensstandard. Wie dramatisch die Zinswende ist, zeigt das folgende Chart der 10-jährigen US Staatsanleihen.

US-Anleihen ziehen stark an

Entwicklung 10-jährige US-Staatsanleihen in den letzten 5 Jahren



Quelle: Prio Partners, Finanzdatenbank

Für uns Investoren bedeuten steigende Zinsen eine Neubewertung von Assets. Verdeutlichen lässt sich dies, indem wir ein einfaches Bewertungsmodell zu Rate ziehen und uns überlegen, wie die einzelnen Faktoren beeinflusst werden. Die Pfeile deuten die Richtung der erwarteten Veränderung der Bewertungsfaktoren an. Die Farbe Rot signalisiert die negative Wirkung auf die Bewertung der Vermögenswerte.

Einfaches Bewertungsmodell

Gordon Growth Model (Dividenden-Diskontierungsmodell)

$$\text{Preis} \downarrow = \frac{\text{Dividende} \downarrow}{((\text{Risikofreier Zinssatz} \uparrow + \text{Risikoprämie} \uparrow) - \text{Wachstumsrate} \downarrow)}$$

Quelle: Prio Partners, Gordon (1959)

Wir glauben, dass die Margen der Unternehmen (beispielsweise produzierendes Gewerbe) unter Druck kom-

men werden. Dies könnte dämpfende Wirkungen auf Dividendenzahlungen haben. Wir schätzen ebenfalls, dass der risikofreie Zinssatz angesichts der Zinsentwicklung steigen wird. Auch die Risikoprämie (also die Risikoaversion von Marktteilnehmern) wird aufgrund der genannten Risiken anziehen. Die Entwicklungen in der Ukraine und die Teilung der Welt in Blöcke wird auch nicht zum längerfristigen Wirtschaftswachstum beitragen.

Einschätzung und Positionierung

Stagflation scheint uns eine sehr reale Aussicht und wir glauben, dass die schlechten Nachrichten auf Unternehmensebene erst noch kommen. Unsere Einschätzung ist eine Fortsetzung der Empfehlung, die wir im *AK Nr. 27 – die Schöne und das Biest* schon gegeben haben, denn der Krieg in der Ukraine hat das Thema Inflation nochmals akzentuiert.

Wir empfehlen eine defensive, selektive Allokation (z.B. Pharma), gewichten Europa unter und schätzen Cash und Gold. In der nachfolgend aufgezeigten Attraktivitätsmatrix möchten wir Ihnen unsere derzeitige Einschätzung zur selektiven Allokation auf Stufe Sektoren und Regionen mitgeben.

Attraktivitätsmatrix von Prio Partners

Aktuelle Einschätzung nach Sektoren und Regionen

| | Schweiz | Europa | Nordamerika | Asien |
|-------------------|----------|----------|-------------|----------|
| Energie | – | + | + | + |
| Industrie | – | – | – | – |
| Materialien | + | + | + | + |
| Basiskonsum | + | – | + | + |
| Nicht-Basiskonsum | – | – | – | – |
| Gesundheit | + | – | + | + |
| IT | – | – | – | – |
| Kommunikation | – | – | – | – |
| Finanzen | – | – | – | – |
| Transport | + | – | + | + |
| Immobilien | + | – | – | – |
| GESAMT | + | – | + | – |

Quelle: Prio Partners

Anleger sollten sich nicht von Inflationsheadlines und drohenden Negativzinsen der Depotbanken in überbeurteilte Anlagen treiben lassen. Beides ist nicht wirklich relevant, wenn es zu einer stärkeren Korrektur kommt. Vielleicht steht 2022 unter dem Motto «Cash is King».

Dr. Patrick Cettier