



PRIO PARTNERS

BODMER CETTIER



Zürich, 30.09.2022

AK Nr. 30 – Warm anziehen

In Europa müssen wir uns in vielerlei Hinsicht warm anziehen. Nicht nur in Bezug auf Energieengpässe, sondern auch in Bezug auf schlechte Unternehmensnachrichten und längerfristige Konsequenzen. Es droht der wirtschaftliche Abstieg im Zeitraffer, der bis anhin eher schleichend vor sich ging. Die Abhängigkeit der Europäischen Wirtschaft von Energieimporten ist Europas Minsky-Moment. Start-ups finden keine Finanzierung und entlassen Personal, PE-Deals und Immobilientransaktionen erleben einen historischen Rückgang, IPOs werden verschoben und Unternehmen müssen reihenweise Insolvenz anmelden. Der Immobilienmarkt wackelt. Die Entwicklung an den Anleihen- und Aktienmärkten schmerzt. Währungen geraten aus den Fugen. Europa ist im Krisenmodus. Aber auch weltweit stehen die Vorzeichen auf «nicht gut». Zentralbanken erhöhen in historischem Ausmass Zinsen und wollen durch das Ausbremsen der Wirtschaft die Inflation bändigen – und nehmen dabei Millionen Arbeitslose in Kauf. Ganz spontan scheint uns das nicht ideal. Auch ein Blick nach China verheisst nichts Gutes. Lockdowns, Energiekrise, Wasserkrise, Exportrückgang und ein ins Stocken geratener Immobiliensektor. Taiwan.

Für Unternehmen heisst es, den Gürtel enger zu schnallen. Man befürchtet Umsatzrückgänge und einen signifikanten Druck auf die Margen. Der Anstieg der Produzentenpreise in Deutschland um zuletzt sagenhafte 45.8%¹ lässt jeden Unternehmer erzittern (ausser Herrn Habeck, der ist aber auch kein Unternehmer). Es stellt sich nur die Frage wie tief die Rezession wird. Sind wir zu pessimistisch?

Strategischer Optimismus

Aus den vielen intensiven Marktdiskussionen der letzten Zeit möchten wir eine Unterhaltung mit einem geschätzten Gesprächspartner, Gründer und Leiter eines Multi Family Office, hervorheben. Er hatte im Rahmen von Marktüberlegungen den Terminus des «Strategischen Optimismus» geprägt. Dies im Sinne eines langfristigen und konstruktiven Blicks auf die Welt, mit der Betonung auf Qualitätsunternehmen, strukturelle Wachstumsthemen und Innovation. Entsprechend gilt es diese zu identifizieren und im Portfoliokontext umzusetzen. Wir stimmen mit der längerfristigen, strategischen Sicht überein, sind aber auch der Überzeugung, dass die realen Verwerfungen in der Wirtschaft und den Kapitalmärkten im Portfoliokontext konkret adressiert werden müssen. Denn die massiv gestiegene Risikoaversion unter Investoren ist berechtigt.

Derzeitige Positionierung

Wie gehen wir nun in diesem Umfeld mit der Vermögensanlage um? Wir halten bei Multi-Asset-Mandaten als auch Aktienmandaten rekordhohe Cash-Bestände von 30% bis über 50%. Bei der Aktienauswahl überwiegen Substanz- und Kerntitel. Wir halten kaum Euro oder britische Pfund. Und dies selbst bei Euro Referenzportfolios. Bei Schweizer Referenzportfolios war der Euro sowieso nie en vogue. Wir sind also deutlich defensiv positioniert und mit dickem Mantel, Mütze und Schal unterwegs.

Konkrete Umsetzungsmöglichkeiten

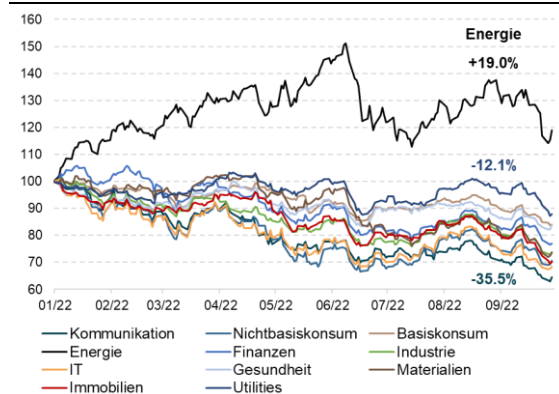
Wir fragen uns vor allem, wie wir in den nächsten 6–12 Monaten intelligent agieren können, um die Portfolios für die weiterhin angespannte Situation aufzustellen und gleichzeitig für die Zukunft zu rüsten.

Aktien

Die im nachfolgenden Schaubild aufgezeigte Entwicklung auf Sektorebene ist deutlich: Einzig der Energiesektor hat über die stark gestiegenen Energiepreise dieses Jahr profitiert. Alle anderen Sektoren sind deutlich im Minus, wobei der Markt zwischen konjunktursensitiven Sektoren und weniger konjunkturabhängigen Sektoren differenziert.

Energiesektor schwingt obenauf

Sektor-Entwicklung seit Jahresanfang, indiziert, in %



Quelle: Prio Partners, Bloomberg

Wir glauben, dass sich die bisherigen Entwicklungen auch in der nahen Zukunft fortschreiben. Entsprechend schätzen wir Unternehmen aus dem Energie- und Rohstoffsektor als weiterhin interessant ein. Auch, weil dieser Sektor in vielen Portfolios untervertreten ist und es

¹ Handelsblatt vom 20.09.2022

Nachholpotenzial gibt. Darüber hinaus sind die weniger konjunktursensitiven Sektoren weiterhin zu bevorzugen.

Optionsstrategie

Wir haben damit begonnen, auf ausgesuchten Aktien Put-Optionen zu verkaufen.² Denn wir glauben, dass es für eine Aufstockung der Aktienquote (noch) zu früh ist. Entsprechend nehmen wir in der Zwischenzeit die Prämie der verkauften Put-Optionen ein. Sollte der Käufer der Put-Option sein Verkaufsrecht ausüben, dann kaufen wir Aktien zu deutlich niedrigeren Preisen ein.

Prämienstrategie mit Rechteverkauf

Aktienkurs Partners Group in CHF, Put-Option Strike CHF 560



Quelle: Prio Partners, Bloomberg

Nachfolgend finden Sie die Grunddaten für das aufgeführte Beispiel zur Nachvollziehbarkeit:

Verkauf Put-Option auf Partners Group

Berechnung per 26.09.2022

Verfall: 17.03.2023

Strike: CHF 560 (70.5%)

Aktueller Kurs Aktie: CHF 794.40

Optionsprämie: CHF 17.25 (3.1%)

Break Even: CHF 542.75 (560 – 17.25)

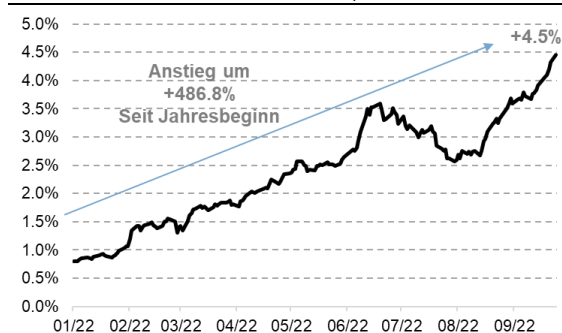
Aus unserer Perspektive ist dies eine umsichtige Vorwärts-Strategie, um sein Cash anzulegen, wenn man den von uns formulierten «Strategischen Optimismus» teilt, aber derzeit defensiv agieren möchte.

Anleihen

Wir wissen, es klingt eigenartig, aber uns scheint, dass Anleihen interessant werden. Im nachfolgenden Schaubild ist der dramatische Anstieg der Anleihenrenditen um +486.8% seit Jahresanfang aufgezeigt. Bei einer durchschnittlichen Anleihenrendite für BBB+ Anleihen von +4.5%.

Kaufgelegenheit im Anleihenmarkt?

BBB+ Unternehmensanleihen EU-Raum, Rendite auf Verfall in %



Quelle: Prio Partners, Bloomberg

Wir sind der Überzeugung, dass Zentralbanken die Zinsen nicht sehr viel weiter anheben können. Die Verschuldung in der Wirtschaft ist einfach zu hoch. Um in unserer Kleideranalogie zu bleiben, wird den hoch verschuldeten Marktteilnehmern so langsam «die Hose heruntergezogen». Entsprechend sehen wir Anleihen nach langen Jahren der Absenz als mögliche Ergänzung in einem Multi-Asset-Mandat (und dies trotz Inflation).

Erwartung und Ausblick

Unsere Erwartung ist, dass die Unternehmensergebnisse im Q3 und Q4 schlecht sein werden und Unternehmen reihenweise ihre Prognosen zurücknehmen oder ganz streichen. Die Reaktion der Marktteilnehmer auf solche Nachrichten wird klar negativ sein. Wenn wir darüber hinaus in die 1. Jahreshälfte 2023 schauen, dann ist unsere Haltung in Bezug auf das Preisniveau an den Märkten durchaus etwas konstruktiver.

Als Anhaltspunkte haben wir nachfolgend verschiedene Kriterien aufgeführt, die Orientierung in Bezug auf eine potenzielle Bodenbildung am Markt geben sollen.

Orientierung in schwierigen Zeiten

Preisniveau, Marktsentiment und Fundamentaldaten

Kriterium	Status Quo
Marktrückgang > 40%	Durchschnittlich -20%
KGV < 12	Derzeit noch über 15
VIX > 50	Derzeit bei 30
Gewinnerabstufungen	Bisher wenig
Höchststand Inflation	Potenziell erreicht

Quelle: Prio Partners

Da wir aus unserer Sicht noch ein ganzes Stück von einer klaren Bodenbildung entfernt sind, raten wir für die nahe Zukunft weiterhin zu einer defensiven Haltung mit einer Prise intelligent verpacktem Optimismus im neuen Jahr.

Dr. Patrick Cettier

² Damit verkaufen wir das Recht Aktien in der Zukunft zu einem bestimmten Preis (Strike) an uns zu verkaufen und kassieren dafür eine Prämie.