

Semestri horribilis

Das erste Halbjahr dieses Börsenjahrgangs 2022 und insbesondere die letzten vier Monate, zerrten an den Nerven der Anleger.

Alle Anlageklassen wurden in Mitleidenschaft gezogen, und keine von ihnen konnte den sehr starken Korrekturen von -10% bis -25% entgehen. So etwas hat es seit langem nicht mehr gegeben!

Der Swiss Market Index (SMI), der die zwanzig grössten Aktienkapitalisierungen des Schweizer Aktienmarktes umfasst, verzeichnet mit einer negativen Entwicklung von -16.6% die schlechteste Halbjahresperformance seit vielen Jahren.

Das Segment der Nebenwerte des helvetischen Aktienmarktes (SMIM) verzeichnete in den ersten sechs Monaten des Jahres sogar eine Negative Performance von -24.7%.

Performance SMI Aktien 2022

SMI	-16,6%
ABB	-27,0%
Alcon	-4,5%
Cie Financière Richemont	-25,8%
CS Group	-38,9%
Geberit	-38,4%
Givaudan	-29,9%
Holcim	-12,2%
Logitech	-35,1%
Lonza Group	-33,2%
Nestlé	-12,6%
Novartis	0,8%
Partners Group	-43,1%
Roche	-16,0%
SGS	-28,3%
Sika	-42,1%
Swiss Life Holding	-16,8%
Swiss Re	-18,0%
Swisscom	2,5%
UBS Group	-6,3%
Zurich Insurance Group	3,7%

Die Diversifizierung auf ausländische Börsenplätze war nicht hilfreich. Die europäischen Märkte und die USA korrigierten ebenfalls sehr stark -23% der EURO STOXX 50, -10.5% der Dow Jones und -24.7% !!! der NASDAQ (Technologiebörse USA).

Performance der wichtigsten Aktienindizes 2022 (in CHF)

Schweiz	SMI	-16,6%
	SMIM	-24,7%
Europa	EURO STOXX 50	-23,0%
Deutschland	DAX	-22,9%
Frankreich	CAC 40	-20,5%
USA	Dow Jones	-10,5%
	NASDAQ	-24,7%
Japan	NIKKEI	-19,4%
China	CSI 300	-9,7%

Alle sogenannten "klassischen" Anlagekategorien (Aktien, Anleihen, börsennotierte Immobilien) weisen somit eine Homogenität und eine ziemlich außergewöhnliche Korrelation bei der Korrektur ihrer jeweiligen Bewertungen auf.

Im selben Rahmen brechen sogar die Anleihen völlig mit der positiven Entwicklung, welche sie seit Jahren, wenn nicht Jahrzehnten auszeichnete.

Der abrupte und rasante Anstieg der Zinssätze in allen wichtigen Anlagewährungen führte zu sehr starken Korrekturen an den Anleihenmärkten; in der Größenordnung von -10.2% für den Swiss Bond Index (AAA-BBB), unsere diesbezügliche Referenz für CHF-Anleihen.

Ein neues Finanzparadigma

Der Jahresbeginn markiert in der Tat einen wichtigen Wendepunkt in Bezug auf das wirtschaftliche und finanzielle Umfeld, das seit der globalen Finanzkrise von 2007-2008 vorherrschte; ein Umfeld, das in den letzten 15 Jahren vor allem durch eine massive Geldmengenausweitung, sehr niedrige (oder sogar negative) Zinssätze und eine sehr akkommodierende Haushaltspolitik gekennzeichnet war (siehe unsere früheren Kommentare).

Es ist dieser völlige Wechsel des Finanzparadigmas (geldpolitische Restriktionen, steigende Zinssätze und fehlende fiskalpolitische Anreize), der zu der Situation an den Börsen führt, die wir derzeit erleben.

Der Ursprung eines solchen wirtschaftlichen Umbruchs und das damit verbundene Finanzdesaster lassen sich durch die folgenden Faktoren erklären:

- Der Ausbruch des Krieges in der Ukraine ;
- eine Inflation, die nicht mehr "vorübergehend" ist (wie die meisten Zentralbanker noch vor einigen Monaten verlauten liessen ...), sondern die viel höher als ursprünglich erwartet zu sein scheint und sich festgesetzt hat ;
- eine Verschlechterung der Wirtschaftsdaten als Reaktion auf den durch die Preissteigerungen und die Straffung der Geldpolitik verursachten Rückgang der Aktivität.

Der Konflikt in der Ukraine scheint auf dem besten Weg zu sein länger zu dauern und eine bedeutende geopolitische Neudefinition, aber auch eine weltweite Neuverteilung von Ressourcen (Repatriierung und Verlagerung von Wirtschaftsaktivitäten, Neudefinition der Energiepolitik usw.) zu bewirken.

Heute beeinflusst die kurzfristige Entwicklung des Konflikts die Finanzmärkte nicht oder nicht mehr so stark, wie sie es im März dieses Jahres getan hat.

Dennoch muss man feststellen, dass der Ausbruch der Feindseligkeiten durch Russland Ende Februar dieses Jahres die Weltwirtschaftslandschaft und den globalen Finanzkontext besonders "durcheinandergewirbelt" hat.

Eine der wichtigsten Folgen dieses neuen "Umbruchs" war zweifellos eine galoppierende Inflation, wie es sie seit Jahrzehnten nicht mehr gegeben hat; eine besorgniserregende Inflation, die insbesondere durch den Anstieg der Energiepreise infolge des Ausbruchs der Feindseligkeiten in der Ukraine und der westlichen Sanktionen gegen Russland angetrieben wurde.

Was **die Inflation** betrifft, so haben der Anstieg der Preise für zahlreiche Rohstoffe (allen voran Energie) und einige erste Auswirkungen auf die Löhne den Preisanstieg auf ein Niveau getrieben, das für die meisten Zentralbanken peinlich, um nicht zu sagen beunruhigend ist (8.6 % Jahresrate in den USA, die höchste Inflationsrate seit über 40 Jahren, 8.1 % in Europa und 3.4 % in der Schweiz).

**Inflationsrate USA
1997-2022**



Als Reaktion auf diesen Preisanstieg waren die Zentralbanken gezwungen, viel schneller und energischer zu reagieren, als noch vor einigen Wochen erwartet worden war.

Durch eine Erhöhung der Leitzinsen versuchen die Zentralbanken (einschließlich unserer Schweizerischen Nationalbank) die Nachfrage zu bremsen und letztlich die Inflation zu senken. Und das, obwohl sich alle einig sind, dass die derzeitige Inflation eher das Ergebnis eines Angebotschocks als eines Nachfrageüberschwangs ist.

Außerdem liegen viele der Faktoren, die diese "neue" Inflation verursachen, außerhalb der Kontrolle der Zentralbanken (Energie, Industrie- und Agrarrohstoffe, Versorgungsprobleme aufgrund des Krieges in der Ukraine oder Engpässe, die insbesondere durch die Abschottung oder Eindämmung eines großen Teils der chinesischen Wirtschaft verursacht werden).

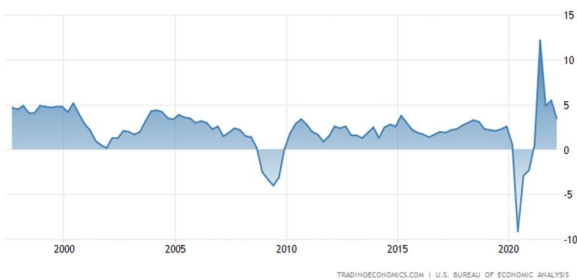
Diese Straffung der Geldpolitik (Zinserhöhungen), mit der versucht wird, die Inflation zu bekämpfen, erhöht eindeutig das Risiko, die weltweite wirtschaftliche Erholung abzuwürgen, die sich gerade erst von der zweijährigen Pandemie erholt hat.

Das Resultat dieses entschlossenen Kampfs der Zentralbanken gegen die Inflation führt daher unweigerlich zu **einer Verschlechterung der Wirtschaftsdaten**.

Der Rückgang der Konjunkturdaten nimmt von Woche zu Woche zu und bestätigt die Abschwächung, die durch den Preisanstieg und implizit durch den Anstieg der Zinssätze hervorgerufen wurde.

In den USA deuten sowohl die Indikatoren für das verarbeitende Gewerbe als auch der Index für den Dienstleistungssektor auf eine Verlangsamung hin. Auch in Europa führt die schwächere Nachfrage ("geschockt" durch den abrupten Anstieg der Lebenshaltungskosten) zu ersten Kontraktionen der Handels- und Wirtschaftsaktivitäten.

Bruttoinlandprodukt USA 1997-2022



Auch wenn der Beschäftigungsgrad derzeit noch relativ hoch und widerstandsfähig ist, muss man letztendlich feststellen, dass die Veröffentlichung von Wirtschaftsindikatoren, die sich ständig verschlechtern, das Risiko einer Rezession sowohl in den USA als auch in Europa erhöht.

Diese Angst vor einer bevorstehenden Rezession hat dazu geführt, dass die Aktien der konjunktursensibelsten Sektoren wie Energie- und Materialwerte im Juni stark korrigiert haben.

Im Gegensatz dazu werden defensivere Sektoren wie Basiskonsumgüter oder Gesundheit in einem Umfeld, in dem sich der Konjunkturzyklus abschwächt, wieder attraktiver.

Strategische Betrachtung

In einem solchen Szenario, in dem sehr viele politische, aber vor allem wirtschaftliche und finanztechnische Parameter unter Spannung stehen, wird die Prognose sehr schwierig und sehr heikel.

Seit Mitte Juni scheinen die Märkte jedoch in eine Konsolidierungsphase eingetreten zu sein, in der sie den ständigen Strom schlechter Nachrichten verdauen; eine Phase, die jedoch von einer weiterhin sehr hohen Volatilität und Nervosität geprägt ist.

Wir rechnen nicht mit einer baldigen Deeskalation des **Konflikts in der Ukraine**.

Die Risiken in Bezug auf Probleme bei der Rohstoffversorgung, insbesondere in den Energiesegmente, bleiben daher hoch. Wir sind jedoch überzeugt, dass die Märkte, falls sich in diesem Konflikt militärisch oder geopolitisch (in die eine oder andere Richtung) nichts ändert, diesbezüglich nicht, oder nicht mehr allzu sehr „reagieren“ dürften.

Was **die Inflation** betrifft, so ist die jüngste Konsolidierung der Preise für zahlreiche Rohstoffe (Landwirtschaft, Energie, Industriemetalle usw.) ein ermutigendes Zeichen.

Das Angebot passt sich allmählich an eine Verlangsamung der Nachfrage an, die durch die steigenden Zinsen und die Rezessionsrisiken abgeschwächt ist.

Unserer Ansicht nach könnte die Inflation daher ihren Höhepunkt erreicht haben, zumindest in den USA. Dies muss noch bestätigt werden...

Die letzte Frage bleibt, wie schnell und wie stark sich **die Weltwirtschaft abschwächen** wird: Im besten Fall eine weiche Landung, im schlimmsten Fall eine tiefe und dauerhafte Rezession.

Eine "gute Nachricht" für die Aktien- und Anleihenmärkte könnte sich aus einer Häufung schlechterer Wirtschaftsindikatoren ergeben.

Eine solche Verschlechterung des Konjunkturzyklus würde die Wahrscheinlichkeit einer Rezession sowohl in den USA als auch in Europa erhöhen, könnte aber gleichzeitig die Zentralbanken dazu veranlassen, das Tempo und das Ausmaß ihrer geldpolitischen Straffung zu drosseln und den Aktienmärkten etwas Aufwind zu verschaffen.

Das ist das ganze Paradoxon, in dem sich die globale Finanzwelt heute befindet!

Taktische Perspektiven

Die massiven Kursrückgänge an den Börsen in den letzten Monaten haben sowohl an den Anleihen- als auch an den Aktienmärkten erheblichen Schaden angerichtet. Die Stabilisierung im Mai-Juni ist im Wesentlichen auf "überverkaufte" Märkte oder auf eine (vorübergehende) Entspannung an der Zinsfront zurückzuführen.

Die geldpolitische Straffung und die steigenden geopolitischen Risiken haben zu einer Reduzierung der Bewertungsmultiplikatoren geführt (was bereits weitgehend geschehen ist), weshalb wir auf diesen (niedrigen) Bewertungsniveaus nicht verkaufen.

Wir werden unsere Aktienallokation jedoch weiterhin neutral halten, solange die Zentralbanken die Inflation bekämpfen, die Finanzbedingungen angespannt bleiben und/oder es keine Anzeichen für eine Entspannung im Ukraine-Konflikt gibt.

Wie bereits erwähnt, bietet die größere Korrektur an den Anleihemärkten wieder greifbare Chancen (hauptsächlich in kurzfristigen USD-Anleihen bei vorsichtigem Management des Kreditrisikos), wobei man bedenken muss, dass die Kurse der Anleihen sich früher oder später mechanisch zu pari hinbewegen.

In dieser Übergangsphase zu einer grundlegend veränderten wirtschaftlichen und finanziellen Konfiguration empfehlen wir, einen weiterhin defensiven Ansatz beizubehalten und gleichzeitig ein angemessenes Engagement (eher im mittleren Bereich der Allokationsbandbreiten) in risikoreichen Anlagen (Aktien und börsennotierte Immobilien) mit einem weiterhin starken Fokus auf Qualität zu halten.

Wir glauben jedoch nicht, dass aus dem "semestri horribilis" ein "annus horribilis" werden könnte, und bleiben zuversichtlich, dass nach so vielen Sturmwarnungen für die Weltwirtschaft und die Finanzwelt "Ruhe einkehren" wird.

Wir sind daher der Ansicht, dass wir gemäßigt konstruktiv sein sollten und in diesen Bärenmärkten (bei heftigen Negativüberreibungen) Kaufgelegenheiten wahrnehmen sollten, damit wir vom nächsten Wachstumszyklus profitieren können.

Wir bekräftigen mehr denn je unsere Anlagephilosophie, die schon immer den Schwerpunkt auf Aktien defensiver Unternehmen mit einer hohen Einkommens- und Gewinnvisibilität und/oder mit komfortablen Dividenden gelegt hat; und das alles mit einer starken Gewichtung im Schweizer Franken.

**Auch auf die Gefahr hin,
dass wir uns wiederholen...**

Die Entwicklung der Finanz- und Aktienmärkte in den nächsten Monaten wird von folgenden Faktoren abhängen:

- Der Inflation und damit der Höhe der Zinssätze...
- Dem Wirtschaftswachstum und damit der Höhe der Unternehmensgewinne (und -Margen)...

Um sich bestmöglich gegen mögliche Risiken einer Entgleisung der beiden oben genannten Faktoren (Inflation und Wachstum) zu schützen, sollte man in diesem Zusammenhang auf:

- ...Branchen setzen, die in der Lage sind, den Anstieg der Rohstoffpreise (und der Löhne) an die Verbraucher weiterzugeben.

Dies gilt insbesondere für die Luxusgüterindustrie, den Pharma- und Nahrungsmittelsektor oder natürlich für Ölwerte ;

- ...Unternehmen, die ein qualitativ hochwertiges Wachstum aufweisen und in der Lage sind, nachhaltig Wert zu schaffen; d.h. auf Dauer eine Rendite auf ihre Investitionen (ROIC) zu erzielen, die über den durchschnittlichen Kapitalkosten (WACC) liegt. Diese Unternehmen, die in ihrem Bereich führend sind, sind in der Lage den Markt langfristig zu übertreffen, denn letztendlich ist es immer die Qualität die zählt und sich auszahlt.

- ...erstklassige Unternehmen mit sichtbarem Gewinnwachstum, einer soliden Bilanz und einem wettbewerbsfähigen Geschäftsmodell.

Die großen amerikanischen Technologiewerte zum Beispiel, allen voran die GAFAM ;

- ...Aktien, die "akzeptable" Bewertungen sowie hohe und stabile Dividenden bieten. Hier ist insbesondere an den Versicherungs- und den Telekommunikationssektor zu denken.

Bei Fragen stehen wir Ihnen sehr gerne zur Verfügung

Mit den besten Grüßen.

Adequaris Finance

Pascal Reynaud, 11. Juli 2022