

Wir suchen Aktien von Unternehmen, welche die Kontrolle über ihr eigenes Schicksal haben



Von Till Christian Budelmann
Chief Investment Officer Bergos AG

Das aktuelle Kapitalmarktumfeld ist so schwierig wie seit gefühlten Ewigkeiten nicht: Aktien und Anleihen notieren deutlich im Minus, eine globale Rezession kündigt sich für das Jahresende an, und die Inflation erweist sich als kein vorübergehendes Phänomen, sondern wird erst einmal bleiben. Dennoch sehen wir die Flucht in Cash als keine strategische Option an, sondern in diesen inflationären Zeiten als Wertvernichtung. Stattdessen sollten Anleger sich auf solide Qualitätsunternehmen konzentrieren, die in der Lage sind, die gestiegenen Kosten an ihre Kunden weiterzugeben.

Seit der Bloomberg U.S. Aggregate Total Return Index in den 1970er Jahren aufgelegt wurde, war er in keinem Kalenderjahr so stark im Minus wie bislang 2022. Was aber noch wichtiger erscheint: In den Jahren seit 1977, in denen der US-Aktienindex S&P 500 im Minus lag, war diese wichtige Benchmark für den Anleihenmarkt stets im Plus oder 2018 zumindest auf der Nulllinie. 2022 entfällt diese ausgleichende

Wirkung für das Portfolio. Aktien und Anleihen notieren beide prozentual zweistellig im Minus. Die Korrelation der Anlageklassen ist so hoch wie seit Mitte der 1990er Jahre nicht; damals bewegten sich die Märkte allerdings gemeinsam nach oben.

Die Erklärung für diese Entwicklung, die nicht nur in den USA zu beobachten ist, liefert die gesamtwirtschaftliche Lage. Diese ist derzeit von Rezessionsängsten und Inflationssorgen geprägt. Die extremen Rückgänge im ersten Halbjahr waren wahrscheinlich schon die Einpreisung einer erst deutlich später einsetzenden richtigen Rezession. Steigende Zinsen als Folge der Inflation und die Inflation selbst drücken weltweit auf Konsum und Wachstum. Die Wahrscheinlichkeit einer wirtschaftlichen Abkühlung bis hin zu einer tatsächlichen Rezession hat deutlich zugenommen.

Das alles geschieht vor dem Hintergrund einer weiterhin geopolitisch äusserst angespannten Lage: Neben dem Russland-Ukraine-Krieg, der uns natürlich menschlich ausserordentlich betrübt, gilt es, die Spannungen zwischen China und Taiwan im Auge zu behalten. Die Aussicht auf mögliche weitere Eskalationen stellt nach wie vor einen erheblichen Unsicherheitsfaktor für die Kapitalmärkte dar. Ebenso sind die «U.S. Midterms» ins Kalkül miteinzubeziehen. In den USA bleibt Bidens Zustimmungsrate zwar unter Wasser, bei den Zwischenwahlen gehen wir aber aktuell von einem gemischten Bild aus: Während wir erwarten, dass die Republikaner das Abgeordnetenhaus zurückgewinnen, scheinen die Demokraten inzwischen doch gute Chancen zu haben, die knappe Senatsmehrheit zu verteidigen.

Bleibt das Dauerthema Corona: In Europa und in den Vereinigten Staaten sind die durch die dortigen Massnahmen bedingten wirtschaftlichen Belas-

tungen kaum noch spürbar, wobei uns das Thema Corona und das Risiko erneuter Einschränkungen bald wieder begleiten könnte, gerade in Deutschland beziehungsweise der Eurozone, weniger in der Schweiz und Großbritannien und wohl kaum bis nicht in den Vereinigten Staaten. Und in China gilt es, die «Zero-Covid Policy» und die sich daraus ergebenden Konsequenzen weiterhin in sämtliche Überlegungen einzu beziehen.

Rezession und Inflation

Aber wieder zurück zu den harten Zahlen. In den USA ist bereits jetzt nach vorläufigen Zahlen die Wirtschaftsleistung in zwei Quartalen in Folge gesunken. Dies gilt als technische Rezession, ist aber, auch angesichts des weiterhin starken Arbeitsmarkts, noch keine breit angelegte Rezession. Diese erwarten wir erst für Ende 2022 und Anfang 2023, allerdings nur mit einem verhältnismässig milden Rückgang der US-Wirtschaftsleistung. Europa dürfte sich bereits zu diesem Zeitpunkt in einer Rezession befinden, auch dürfte die Schrumpfung der Wirtschaft über den Winter stärker ausfallen als auf der anderen Seite des Atlantiks. Der Krieg in der Ukraine und der Energiestress sind zwar globale Themen, belasten aber Europa besonders. Die Sorge um die Gasversorgung setzt speziell der deutschen Wirtschaft stark zu. Schon jetzt ist Gas in Europa achtmal so teuer wie in den Vereinigten Staaten. Allerdings sollten Investoren eine Rezession auch nicht zu sehr fürchten. Sie ist zwar unerfreulich, gehört aber zum Wirtschaftskreislauf dazu und kann reinigend wirken. Zudem gefährdet sie vor allem Unternehmen, in die man ohnehin nicht investieren sollte.

Ein weiterer Faktor für die Unsicherheit an den Märkten ist die hohe Teuerung. Wir befinden uns in einem Inflationsregime. Das ist nicht tempo-

Negative Kalenderjahre im S&P 500 (1976–2022)				
Jahr	S&P 500 inkl. Dividenden (Aktien)	Bloomberg U.S. Aggregate Index TR (Bonds)	60/40 Portfolio (S&P 500 / Bloomberg Agg.)	
1977	-7.2%	3.0%	-3.1%	
1981	-4.9%	6.2%	-0.5%	
1990	-3.2%	9.0%	1.7%	
2000	-9.1%	11.6%	-0.8%	
2001	-11.9%	8.4%	-3.7%	
2002	-22.1%	10.3%	-9.2%	
2008	-37.0%	5.2%	-20.1%	
2018	-4.4%	0.0%	-2.6%	
2022 YTD*	-16.1%	-10.8%	-14.0%	
* Daten per 31.08.2022 / Quelle: Compound Capital Advisors, Bergos AG (Indizes in USD)				

rär, sondern wird erst einmal bleiben. Die Inflation macht vielen Leuten Angst, da sie sie nicht kennen. Der Kaufkraftverlust ist für viele bereits spürbar. Arbeitnehmer versuchen höhere Löhne durchzusetzen. Unternehmen müssen vor dem Hintergrund des Fachkräftemangels zum Teil darauf eingehen und versuchen dann, die höheren Kosten wiederum an die Kunden weiterzugeben. Wenn eine solche Lohn-Preis-Spirale einmal in Gang gesetzt ist, lässt sie sich kaum stoppen. Bislang ist dies aber noch nicht der Fall.

Notenbanken halten mit Zinserhöhungen gegen diese Entwicklung. Man muss hoffen, dass zum einem die Massnahmen der US-Notenbank Fed fruchten und zum anderen der Inflationsdruck angebotsseitig nachlässt, etwa durch eine Entspannung bei den Lieferengpässen, bevor sich die Lohn-Preis-Spirale über mehrere Runden hinweg immer weiter steigert. Wir erwarten, dass sich die US-Inflation im kommenden Jahr bei 3 bis 5% einpendeln wird. Für die Eurozone werden hingegen 5 bis 7% erwartet, noch immer ein Rückgang von den aktuell zu konstatierenden 9%.

Qualitätsaktien als Portfolio-Kern

In der aktuellen unsicheren Lage neigen viele Anleger dazu, strategisches Cash

aufzubauen. Ein Fehler. Barmittel sind in diesem inflationären Umfeld keine strategische Option. Sie verlieren jeden Tag real an Wert.

Auch gegenüber Anleihen sind wir grundsätzlich vorsichtig: Bei dieser Inflation und womöglich noch weiter steigenden Zinsen werden Anleihen nicht in der Lage sein, das Vermögen real zu erhalten. Aus Diversifikationsgründen sollten sie dennoch im Portfolio nicht fehlen. Ebenso gehört Gold in jedes Multi-Asset-Portfolio als Absicherung gegen grosse Krisen. Aber auch das Edelmetall kann kein Kernelement sein.

Diese Aufgabe übernehmen weiterhin Aktien. Sie kommen einem Inflationsschutz am nächsten. Das gilt zumindest für Aktien von Unternehmen mit Preissetzungsmacht, die in der Lage sind, die gestiegenen Kosten an die Kunden weiterzugeben. Sie sollten eine niedrige Verschuldung aufweisen und über stabile Geschäftsmodelle, eine starke Wettbewerbsposition, solide Bilanzen und hohe Barmittel verfügen. Solche Unternehmen haben in der Berichtssaison zum zweiten Quartal im Jahresvergleich ein deutliches Plus bei den Gewinnen ausgewiesen. Trotz der soliden Gewinne schwanken auch die Kurse solcher Qualitätsaktien aber mas-

siv. Das müssen Aktieninvestoren aushalten können.

Wir sehen weiterhin grössere Chancen für Anleger in den USA als in Europa. Dafür spricht nicht nur die bessere wirtschaftliche Situation in den USA, sondern auch die flexiblere Notenbankpolitik. Die Europäische Zentralbank (EZB) hinkt bei der Straffung der Geldpolitik den USA hinterher. Die Rücksichtnahme auf die unterschiedliche Entwicklung in den einzelnen Ländern erschwert Entscheidungen und beschert der EZB ein Glaubwürdigkeitsproblem. So setzte beispielsweise auch die benachbarte Schweizer Notenbank früher neue Prioritäten.

Als noch wichtiger als den regionalen Schwerpunkt erachten wir derzeit die aktive Selektion: Die Zeit der Indexinvestments ist vorbei. Wir warnen jedoch vor einer übertriebenen Jagd auf Schnäppchen, die sich im Nachhinein schnell als Ramschware entpuppen können, und raten stattdessen zu Aktien von sorgfältig ausgewählten Qualitätsunternehmen mit Preissetzungsmacht, welche jenen die Kontrolle über ihr eigenes Schicksal ermöglicht. Auch in diesen schwierigen Zeiten.

till.budelmann@bergos.ch
www.bergos.ch