

## *Semesterbrief*

*Stephan Vollert, Leiter Research & Analysen, Belvalor AG*

---

Das Thema Inflation beschäftigt uns mehr, als uns lieb ist. Die Notenbanken haben bis zuletzt gehofft, dass die 2021 ausgelöste Inflation innert nützlicher Frist von selbst sinkt. Doch diese bleibt hartnäckig und intensiviert sich sogar. Corona-Spätfolgen, die nicht in diesem Ausmass erwartet wurden, sowie kriegsbedingte zusätzliche Preisaufläufe im Energie- und Rohstoffsektor sind Gründe dafür.

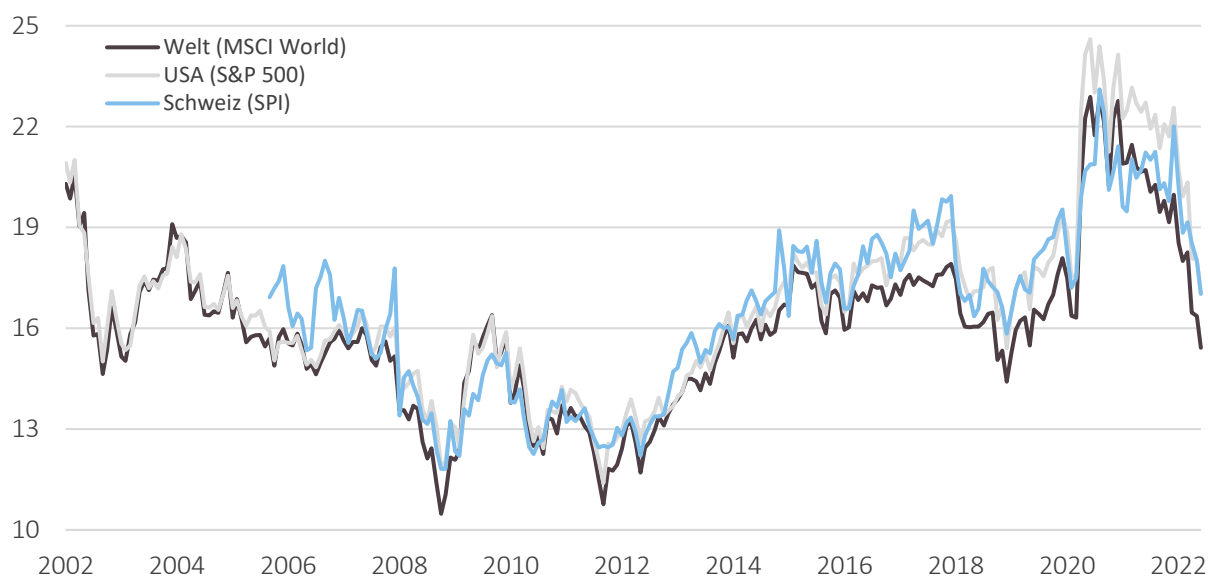
Generell manifestiert sich ein **Konflikt** zwischen Inflation und Wirtschaftswachstum, verstärkt durch geopolitische Spannungen. Das drückt auf die Stimmung und hat den Kapitalmärkten in den letzten Wochen stark zugesetzt. Die Notenbanken sind in ein Dilemma geraten. Die Inflation, die sich festzusetzen beginnt und sehr breit gefächert ist, zwingt sie einerseits, die Zinsen zu erhöhen. Die abflauende Konjunktur verlangt andererseits das Gegenteil.

Die **Notenbanken** haben sich für die Bekämpfung der Inflation entschieden – mit Ausnahme der Europäischen Zentralbank (EZB), die sehr zögerlich agiert. Erste Zinserhöhungen sind erfolgt und endlich reagierte auch die Schweizerische Nationalbank (SNB). Die Inflation im Keim zu ersticken braucht Mut, beweist aber Weitsicht. Mit einem aufgewerteten Schweizer Franken kann die Wirtschaft umgehen; dieses Thema wird jedoch an Brisanz zunehmen.

Die **Effekte** von Inflation und höheren Zinsen hinterlassen allmählich Spuren. Kurzzeitig ist mit Ausnahme von Bargeld keine Anlageklasse immun gegen Zinsschocks. Die Preise von Anleihen sind gesunken. Die Bewertungen von Aktien haben korrigiert, bei Wachstumsunternehmen überdurchschnittlich. Verzögert werden auch die Preise von Immobilien und Privatmarktanlagen negativ beeinflusst.

Die Konjunkturabkühlung wird das Umsatzwachstum der Unternehmen negativ beeinträchtigen, die Kosteninflation bringt die Gewinnmargen unter Druck. In die Gewinnprognosen der Unternehmen und Analysten ist dies unseres Erachtens noch nicht ausreichend eingeflossen. Diese Problematik und der Umstand, dass die Notenbanken derzeit eher bremsen und nicht unterstützen, veranlassen uns dazu, das Risikobudget nicht voll auszuschöpfen. Die Gefahren einer Rezession sowie einer Stagflation – eine Kombination aus stagnierender Wirtschaft und Inflation – sind ebenfalls nicht gebannt. Regional sind die Risiken dafür dank der geographischen Distanz zur Ukraine und des grösseren privaten Konsumpotentials, sofern die Inflationsbekämpfung der US-Notenbank (FED) in den kommenden Monaten Früchte trägt, in den USA geringer als in Europa.

## Kurs-Gewinn-Verhältnis\* von Aktienindizes



Quelle: Bloomberg, Belvalor AG; \* Basis: Monatlich; Gewinn: Schätzungen für kommende 12 Monate

Unsere gegenwärtige Haltung steht im Kontrast zu unserer zuversichtlichen Einschätzung auf lange Sicht. Ein grosser Teil der aktuellen Probleme wie Inflation und Lieferengpässe werden sich korrigieren. Die langfristigen Perspektiven für Investoren sind positiver, als es die Stimmung vermuten lässt. In den Börsenkursen ist bereits viel Negatives enthalten. Deshalb bleiben wir investiert.

Jede Preiskorrektur birgt auch Chancen. Das Anlagespektrum wird wieder breiter. Aktien von Qualitätsunternehmen, die dank ihrer Preissetzungsmacht den Margendruck abfedern und ihre Geschäftsmodelle adaptieren können, sind wieder attraktiver bewertet – obschon noch nicht wirklich günstig (vgl. Grafik). Das Ende der Ära negativer Zinsen war längst überfällig. Obligationen mit kürzeren Laufzeiten bieten unterdessen wieder die Möglichkeit, Geld mit positiver Rendite zu «parken». Dabei achten wir auf gute Bonität und bis auf weiteres auf relativ kurze Laufzeiten. Reale Werte wie Aktien und Gold bleiben grundsätzlich bevorzugt. Die Attraktivität des Schweizer Franken hat sich weiter erhöht.