

Anlagebericht – 2. Quartal 2023

Die Illusion der nominalen Wachstumsraten



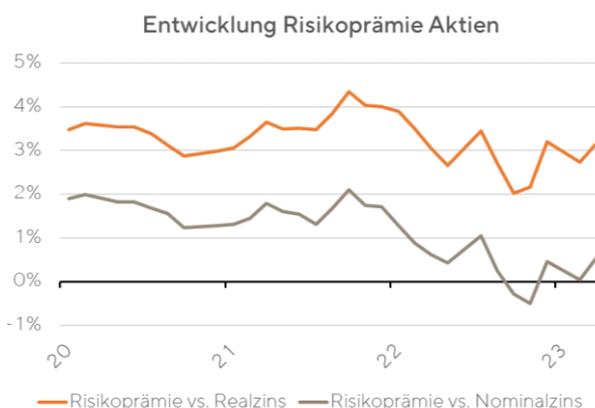
Eine wichtige Kenngrösse zur Beurteilung der Marktbewertung ist die Risikoprämie. Je höher diese ausfällt, desto besser wird der Investor für die eingegangenen Risiken entschädigt. Die Risikoprämie ist die Differenz zwischen der Gewinnrendite von Aktien und derer risikofreier Staatsanleihen.

Die Gewinnrendite entspricht dem Unternehmensgewinn im Verhältnis zum Kurs. Diese ist aktuell relativ hoch, da die Gewinne im Verhältnis zur Kursentwicklung überproportional gestiegen sind. Die positive Gewinnentwicklung des Gesamtmarktes ist Ausdruck davon, dass Unternehmen in der Lage waren, die Inflation mindestens teilweise zu kompensieren.

Die Renditen festverzinslicher Staatsanleihen sind noch stärker gestiegen als die Gewinnrendite der Unternehmen. Als Resultat ist die nominale Risikoprämie gefallen.

Um schliesslich die Höhe der aktuellen Risikoprämie von Aktien effektiv beurteilen zu können, muss die Gewinnrendite ins Verhältnis zur inflationsbereinigten Rendite von Staatsanleihen gesetzt werden. Da die reale Verzinsung von risikofreien Staatsanleihen tiefer ausfällt, ergibt sich eine höhere reale Risikoprämie der

Aktien. So betrachtet entsteht ein neutrales Bild der Bewertung des Gesamtmarktes.



Die Risikoprämien verschiedener Sektoren und Einzelaktien variieren stark und widerspiegeln die Differenzen der Investorenerwartungen. Unternehmen versuchen fortlaufend Effizienzsteigerungen zu erzielen und dank grösserer Absatzmengen Skaleneffekte zu realisieren. Dadurch werden tiefe Inflationsraten zu einem gewissen Grad kompensiert. Bei schnell ansteigender Inflation, wie dies bis vor Kurzem der Fall war, sind Unternehmen gezwungen, die höheren Kosten (Material, Personal, Energie usw.) unmittelbar an den

Endkunden weiterzugeben, um die eigene Profitabilität aufrecht zu halten. Gut positionierte Unternehmen, deren Produkte konstante Nachfrage geniessen gelingt dies besser als solchen mit einfach zu substituierenden Produkten. Selbst schwächer positionierte Unternehmen konnten teilweise Umsatz- und Gewinnsteigerungen erzielen, indem Preiserhöhungen rückläufige Absatzvolumen mehr als kompensiert haben. Letzteres veranschaulicht eindrücklich die verzerrte Wahrnehmung, welche hohe nominale Wachstumsraten verursachen. Auch Lohnsteigerungen, welche sich kurzfristig positiv auf die Konsumentenstimung auswirken, fallen in diese Kategorie. Das Konzept der monetären Illusion besagt, dass der Mensch sich auf nominale Zahlen fokussiert und die Inflation dabei zu wenig berücksichtigt. Der effektive Kaufkraftverlust wird vernachlässigt bzw. verspätet wahrgenommen. Ein nominales Wirtschaftswachstum von 5% bei 7% Inflation fühlt sich demnach besser an als ein 0% Wachstum mit 2% Inflation.

Dennoch zeigt sich, dass die höheren Zinsen das Umfeld in vielerlei Hinsicht anspruchsvoller gestaltet haben. Hohe Bewertungen müssen mit stetigen Gewinnsteigerungen gerechtfertigt werden, Enttäuschungen werden umgehend abgestraft. Zu spüren bekommen haben dies beispielsweise die grossen Profiteure des Covid exponierten Gesundheits-Sektors, welche mit dem Wachstum der vergangenen Jahre nicht mithalten können und deren Kursentwicklung schwächer als der Gesamtmarkt ausfiel. Grundsätzlich hat das erste Halbjahr aber gezeigt, dass die Wirtschaftsaussichten zu negativ waren, bzw. die antizipierte Abkühlung vorerst ausblieb.

Höhere Zinsen benötigen Zeit bis sie vollständig im Wirtschaftskreislauf ankommen. Gleichzeitig sind höhere Zinsen nicht gleichbedeutend mit zu hohen Zinsen für ein anhaltendes Wirtschaftswachstum. So geben die vielseitigen Wirtschaftsindikatoren derzeit ein uneinheitliches Bild ab. Die Zentralbanken werden die Zinsen aller Voraussicht nach erhöht halten, bis die Inflation endgültig unter Kontrolle scheint. Für die Entwicklung der Realzinsen ist der nachhaltige Pfad der Inflation entscheidend.

Das Umfeld für die Wirtschaft und Investitionen bleibt weiterhin anspruchsvoll und erfordert eine tiefgründige, agile Analyse der Vermögenswerte, um bestmöglich auf verschiedene Szenarien vorbereitet zu sein. Dank ausschliesslicher Direktanlagen können wir

die Entwicklungen sämtlicher gehaltener Unternehmen genau überwachen und entsprechend früh reagieren, sollte dies angebracht sein. Des Weiteren achten wir auf eine ausgewogene Verteilung der Aktiencharakteristiken, um eine robuste Portfolioentwicklung zu gewährleisten. Insbesondere das letzte Jahr hat gezeigt, dass es nicht ausreichend ist auf Wachstum zu setzen, sondern für die nachhaltige Wertentwicklung, der Bewertung mindestens gleich viel Beachtung geschenkt werden muss. Ein relativer Bewertungsabschlag, gegenüber dem Markt und vergleichbaren Unternehmen, führt zu einer Sicherheitsmarge, um Unvorhersehbarkeiten besser absorbieren zu können. Im derzeitigen Umfeld gilt es weder bei der Qualität noch bei der Bewertung Kompromisse einzugehen.

Trotz vielseitiger Risiken hat es sich einmal mehr bewährt, der langfristigen Strategie treu zu bleiben, diszipliniert die besten Unternehmen im Portfolio zu halten und deren stetigem Streben nach Wachstum und Effizienz, unabhängig des Marktumfelds, zu vertrauen. Die unterschiedlichen Entwicklungen der Einzelpositionen haben wir genutzt, um Gewinne von stark gestiegenen, zyklischen Aktien abzuschöpfen und diese in attraktive defensivere Opportunitäten zu reinvestieren.

Zürich, Ende Juni 2023.