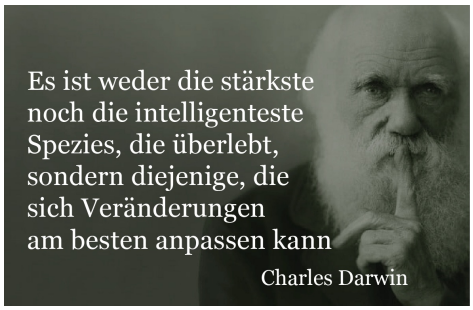
Das unvermeidliche Gesetz der Evolution

Autor/en
Didier Saint-Georges

Veröffentlicht am
3. September 2020

Länge
7 Minuten Lesedauer

In diesem Spätsommer herrscht nach wie vor Unklarheit im Hinblick auf die künftige Entwicklung der Pandemie, denn die Kenntnisse über das Virus sind weiterhin sehr lückenhaft. Sicher ist, dass Menschen, Unternehmen und Regierungen – wenn auch spät – begonnen haben, sich an diese Ungewissheit anzupassen. Diese Verhaltensänderungen verhindern zwar eine Erholung der gesamten Wirtschaftstätigkeit, die über die Aufholjagd des dritten Quartals hinausgehen würde, aber sie mindern die Gefahr, dass sich die Gesundheitslage erneut drastisch verschlechtert. Zudem führen sie zu einem extremen Ungleichgewicht zwischen den einzelnen Wirtschaftssektoren.



Auf makroökonomischer Ebene ist ein erneutes bewusstes Herunterfahren von 50% der weltweiten Wirtschaftstätigkeit keine Option mehr. Unabhängig von den Umständen würde man gezieltere Maßnahmen ergreifen, die einen neuerlichen Wachstumseinbruch vermeiden. Wir stehen daher vor einer Phase, in der die Wirtschaftstätigkeit insgesamt schwach und sehr ungleich verteilt ist. Allerdings ist diese durch zahlreiche haushalts- und geldpolitische Hilfsmaßnahmen gestützt, die von staatlicher Seite nur sehr vorsichtig zurückgefahren werden können.

> Es ist ebenso wichtig, Krisen zu meistern wie sich darüber im Klaren zu sein, welche langfristigen Folgen sie haben.

Auf mikroökonomischer Ebene konnten einerseits perfekt angepasste Unternehmen, die Lösungen für die Probleme im Bereich der Mobilität, des Gesundheitsschutzes und der Produktivität entwickelt haben, ihre Ertragskraft seit Jahresbeginn steigern. Andererseits müssen bestimmte andere Sektoren sich von Grund auf verändern, um zu überleben. Die Gesetze der Evolution verhindern keine Krisen, sondern bewirken langfristige Trends bzw. kehren sie um oder beschleunigen sie.

Für Anleger ist es ebenso wichtig, Krisen zu meistern, wie sich darüber im Klaren zu sein, welche langfristigen Folgen sie haben.

Das Hauptrisiko für die Märkte ist jetzt nicht mehr die Pandemie

Man sollte sich vor Augen halten, dass zu Beginn des Jahres gemäß den epidemiologischen Modellen des Londoner Imperial College, einer altehrwürdigen und respektierten Hochschule, 2.000.000 Todesfälle in den USA und 500.000 in Großbritannien zu befürchten waren. Die Modelle waren offenbar nicht perfekt ...

Vielleicht war es diese pessimistische Einschätzung oder auch die Sichtweise, wonach es für die westlichen Demokratien politisch gefährlich gewesen wäre, bei der Begrenzung des Risikos weniger radikal vorzugehen als China: Diese führten zur Entscheidung für einen umfassenden Lockdown, der mit dem bekannten Konjunktureinbruch einherging. Sechs Monate später ist die Welt bereit zu lernen, mit dem Virus zu leben. Solange kein wirksamer Impfstoff gefunden, getestet und hergestellt wird und in sehr großem Maßstab bereitsteht, wird die Gefahr daher präsent bleiben und unser Verhalten mehr oder weniger stark beeinflussen. Es wird nicht ausreichen, wenn die Maskenpflicht größtenteils eingehalten wird. Daher wird die Zahl der erfassten Infektionen parallel zu den durchgeführten Tests und der zunehmenden Nachlässigkeit der jüngeren Bevölkerung steigen – aber wahrscheinlich keinen starken Neuanstieg der Todesfallrate nach sich ziehen.

Sektoren wie Gastronomie, Verkehr und Hotels werden überleben, aber schwer in Mitleidenschaft gezogen werden, und der Bankensektor wird gezwungen sein, die Kosten weiter zu senken, um seine Zukunft zu sichern. Die Nutzung des elektronischen Handels, von Videokonferenz-Plattformen, die von den Unternehmen endgültig als effizientes Kommunikationsmittel anerkannt sind, und webbasierten Lösungen wird weitergehen, wenn auch mit langsamer steigenden Nutzerzahlen.

Die Märkte mussten sich im ersten Halbjahr an einen wirtschaftlichen Schock historischen Ausmaßes, gefolgt von einer ebenso außerordentlichen Reaktion der Staaten, anpassen. Das Risikomanagement war essentiell, um nicht mit nach unten gezogen zu werden. Aber über diese Turbulenzen hinaus ist es von entscheidender Bedeutung, dass die Anleger durch Beobachtung des jeweiligen Fortschritts der Anpassungsstrategien erkennen können, welche Spezies gefährdet und welche stärker geworden sind. Diese Tendenzen scheinen inzwischen gut erkannt zu sein. Besteht nun die Gefahr, dass die Märkte in dieser Hinsicht übertrieben haben?

Sind Growth-Aktien riskant geworden?

Die Maßnahmen zur Eindämmung der Folgen der Finanzkrise von 2008, in deren Rahmen ausschließlich geldpolitische Instrumente eingesetzt wurden, bewirken seit mittlerweile mehr als zehn Jahren eine schwache weltweite Konjunkturerholung und historisch niedrige Zinsen. In der Folge verzeichneten die Unternehmen, die auch in diesem Umfeld ein solides Gewinnwachstum erzielen konnten, eine beneidenswerte Kursentwicklung, wobei ihre Bewertungen nicht nur von ihrem überlegenen Gewinnwachstum profitierten, sondern auch von stetig sinkenden Diskontierungssätzen. Dieses Phänomen hat sich noch verstärkt, weil der Wirtschaftseinbruch im ersten Halbjahr 2020 die globalen makroökonomischen Wachstumsaussichten noch unsicherer gemacht hat und für weiterhin sehr niedrige Zinssätze spricht.

In einem sehr neuartigen Umfeld, in dem der Gesundheitsschutz auf längere Sicht an erster Stelle stehen wird, haben bestimmte Vertreter des Technologiesektors ihren Wettbewerbsvorteil sogar noch ausgebaut und der explosionsartige Anstieg des durchschnittlichen Verschuldungsgrades der Unternehmen hat die finanzielle Gesundheit der führenden Technologieunternehmen noch deutlicher aufgezeigt. Im Gegensatz zu den Zeiten der Internetblase vor 20 Jahren sind ihre Bilanzen nun oft äußerst solide und ihre Rentabilität deutlich besser als der Durchschnitt der börsennotierten Unternehmen (US-Technologieunternehmen weisen eine durchschnittliche operative Marge von über 25% auf, gegenüber weniger als 10% für den S&P500-Index ohne Technologie- und Finanzwerte). Folglich dürfte die seit Jahresanfang zu beobachtende starke Outperformance der Growth-Aktien, die häufig, aber nicht ausschließlich aus dem Technologiesektor stammen, unumstritten sein.

> Die hohe Outperformance der Growth-Aktien seit Jahresbeginn dürfte unumstritten sein.

Ist sie übertrieben? Wir gehen nicht davon aus. Beispielsweise weist die Ergebniskennzahl der Technologiekomponente des MSCI World Index zurzeit einen Aufschlag von ungefähr 30% gegenüber dem Gesamtindex auf, was sehr nahe an seinem historischen Durchschnitt der letzten 25 Jahre (25% Aufschlag) und erheblich unter dem Wert der Jahre 1999–2000 (120%) liegt. Ein weiteres, sehr aufschlussreiches Beispiel: Das Verhältnis zwischen dem Kurs einer Aktie und der Wachstumsrate der langfristig erwarteten Ergebnisse dieses Titels ist zurzeit bei den berühmten GAFAM knapp genauso hoch (zwischen 2X und 2,5X) wie beim Rest des S&P Index (das war vor 20 Jahren noch ganz anders: Damals war der Preis, der für das erwartete Wachstum gezahlt wurde, für Nicht-Technologiewerte noch weitaus geringer).

Die Tatsache, dass der Markt bei der „Bewertung des Wachstums“ kaum Unterschiede macht, ist aus zwei Gründen ein wesentlicher Punkt. Zum einen, weil sie zeigt, dass der Technologiesektor, wenn man das langfristige Wachstumspotenzial berücksichtigt, gegenüber dem Rest des Marktes nicht überbewertet ist. Und zum anderen, weil sie für aktive Vermögensverwalter eine bedeutende Gelegenheit zur Generierung von Mehrwert darstellt. Denn aufgrund der makroökonomischen Ungewissheiten sind langfristige Schätzungen mit einem hohen Konfidenzniveau schwierig. Voraussetzung dafür sind gründliche Kenntnisse und Analysen der einzelnen Unternehmen und des jeweiligen Wettbewerbsumfelds sowie der disruptiven Technologien. Durch den weiterhin hohen Einfluss der passiven Anlageverwaltung und die Rolle, die US-amerikanische Handelsplattformen für Privatanleger bei der kometenhaften Entwicklung bestimmter Titel spielten, entstehen immer öfter Bewertungsanomalien und mithin Gelegenheiten für eine differenzierende aktive Anlageverwaltung.

Aufgrund der Art der Wirtschaftskrise von 2020 und der verfolgten Lösungsansätze wäre es vermessen, eine Prognose über ihren Ausgang abzugeben. Insbesondere ist fraglich, ob die außerordentlichen staatlichen Direkthilfen für Unternehmen und Privatleute so lange bereitgestellt werden, dass ein Anstieg der Ausfallraten vor allem von mittleren Unternehmen vermieden werden kann: dieser könnte nämlich für 2021 einen Rückfall der Wirtschaft in die Rezession bedeuten. Diese Frage stellt sich sowohl in Europa als auch in den USA, wo sie bereits zu einer politisch äußerst heiklen Angelegenheit geworden ist und in Bezug auf die Präsidentschaftswahl in zwei Monaten zu noch mehr Ungewissheiten führt. Im Gegensatz dazu könnten ein medizinischer Durchbruch bei der COVID-19-Behandlung oder -Prävention, ein mutiger Schritt der Zentralbanken in Richtung einer vollständigen Monetarisierung der beispiellosen Haushaltsdefizite sein: zudem könnten vielleicht das Fließen eines Teils des historisch hohen Sparguthabens der Privathaushalte in die Realwirtschaft alles Umstände sein, die, wenn auch nur vorübergehend, die Hoffnung wecken könnten, dass zehn Jahre makroökonomische Lethargie und sehr niedrige Inflationserwartungen endlich überwunden werden. Daher sollte man bereit sein, bei Bedarf erneut mit aller gebotenen Flexibilität zu reagieren, denn die Gesetze der Evolution gelten für alle, angefangen bei den Fondsmanagern. Vorerst ist es unumgänglich, über Aktienportfolios zu verfügen, deren Titel ausnahmslos auf echten langfristigen Überzeugungen beruhen und die im Hinblick auf eine insgesamt ausgewogene Portfoliostruktur durch Vermögenswerte ergänzt werden, die in Verbindung mit den Maßnahmen zur Konjunkturankurbelung stehen, wie z. B. Anleihen, und ähnliche Vermögenswerte (Haushaltsungleichgewichte, Geldschöpfung), wie z. B. Goldminen.

Quelle: Carmignac, Bloomberg, 31/08/2020

Anlagestrategie

Aktien

Auf der Suche nach Wachstum investierten Anleger im Sommer dort, wo die höchste Transparenz besteht, d. h. in der Technologie im weitesten Sinne. Der Anstieg dieser sogenannten langfristigen Wachstumstitel stützte somit während des Sommers erneut die Performance unserer Aktienstrategien.

Allerdings wirft die Bewertung der Technologiewerte berechtigte Fragen seitens der Anleger auf. Innerhalb unserer Portfolios behalten wir das Risiko einer „Blase“ weiter genau im Auge. Zuallererst nehmen wir regelmäßig Gewinne auf die Titel (z. B. von Fintech- und E-Commerce-Unternehmen) mit, die die größten Performancebeiträge liefern. Im Übrigen halten wir uns an unsere Anlagephilosophie, d. h. wir gehen davon aus, dass im Kurs eines Wertpapiers bereits sämtliche öffentlich verfügbaren Informationen berücksichtigt sind, und legen daher nur in Unternehmen an, bei denen wir zu einer vom Konsens abweichenden Einschätzung gelangen. Auch wenn uns wegen dieser Philosophie manche kurzfristigen Chancen entgehen können, hat sie sich auf lange Sicht bewährt. Ferner halten wir an einem breit gefächerten Exposure in Growth-Aktien in Bezug auf Regionen, Sektoren und Unternehmen fest. Insgesamt sind wir aber nach wie vor überzeugt, dass diese Unternehmen aufgrund ihrer einzigartigen Fähigkeit, ihre Ergebnisse dank der langfristigen Tendenzen, auf denen ihr Wachstum beruht, unabhängig vom Konjunkturzyklus zu steigern, einen Aufschlag verdienen. Im Verlauf dieser Krise haben sie außerdem ihre defensiven Merkmale unter Beweis gestellt. Dies gilt sowohl für Google und Facebook, die neuen Marktführer im Werbesektor, als auch für das Unternehmen Salesforce, das trotz rückläufiger Investitionen gezeigt hat, dass die Unternehmen auch weiterhin in den digitalen Bereich investieren. Das von den Zentralbanken geschaffene Niedrigzinsumfeld ist eine zusätzliche Stütze für diese Titel. Trotzdem könnte kurzfristiger Reflationsdruck entstehen, wenn ein Impfstoff gefunden wird, sich die Konjunkturdaten bessern oder die Inflationserwartungen steigen. Aus diesem Grund behalten wir ein Exposure im Goldsektor, der im Fall steigender Inflationserwartungen zulegen würde, und in bestimmten konjunktursensiblen Titeln bei.

Festverzinsliche Anlagen

Während der Anleihemarkt im Sommer seine gute Entwicklung insgesamt fortsetzte, gerieten die Staatsanleihen der Kernländer zeitweise unter Druck. Dabei spielten mehrere Faktoren eine Rolle: Neuemissionen in Rekordhöhe, der Kurswechsel der US-Notenbank, für die 2%ige Inflation nicht mehr eine Obergrenze, sondern ein durchschnittliches Ziel auf lange Sicht ist, bessere Konjunkturdaten und schließlich die Hoffnungen auf einen Impfstoff. Vor diesem Hintergrund weist unser Portfolio weiterhin eine relativ niedrige modifizierte Duration auf.

Was Europa anbelangt, gehen wir nicht davon aus, dass die Duration einen besonderen Performancetreiber darstellt; allerdings ist die jüngst gezeigte Solidarität unter den Mitgliedern der Eurozone eine wichtige Entwicklung gegenüber früheren Krisen. Diese politische Reaktion der Eurozone auf die COVID-19-Krise begünstigt besonders die Staatsanleihen der Peripherieländer. Angesichts eines Kreditspreads von rund 140 Basispunkten für 10-jährige Papiere bleiben italienische Staatsanleihen eine Renditequelle in einem von sehr niedrigen Zinsen und im Überfluss vorhandener Liquidität geprägten Umfeld.

Außerdem halten wir vorerst an einer Position in 30-jährigen US-Staatsanleihen fest, um den Rückgang des Spreads zwischen den USA und Deutschland auszunutzen. Was Staatsanleihen der Schwellenländer anbelangt, bleiben wir in bestimmten Ländern, wie z. B. Rumänien und Mexiko angelegt.

Aus unserer Sicht bestehen auf dem Anleihenmarkt weiterhin attraktive Risiko-/Renditeprofile. Der Schwerpunkt unseres Exposures liegt nach wie vor auf drei Hauptthemen: Hochwertige Emittenten mit übermäßig hohen Kreditspreads, Anleihen aus dem Finanzsektor und von der COVID-19-Krise in Mitleidenschaft gezogene Unternehmen, vor allem aus dem Tourismussektor.

Dies ist eine Werbemitteilung. Dieser Artikel darf ohne die vorherige Genehmigung der Verwaltungsgesellschaft weder ganz noch in Teilen vervielfältigt werden. Es stellt weder ein Zeichnungsangebot noch eine Anlageberatung dar. Die in diesem Artikel enthaltenen Informationen können unvollständig sein und ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu. Die Bezugnahme auf bestimmte Werte oder Finanzinstrumente dient als Beispiel, um bestimmte Werte, die in den Portfolios der Carmignac-Fondspalette enthalten sind bzw. waren, vorzustellen. Hierdurch soll keine Werbung für eine Direktanlage in diesen Instrumenten gemacht werden, und es handelt sich nicht um eine Anlageberatung. Die Verwaltungsgesellschaft unterliegt nicht dem Verbot einer Durchführung von Transaktionen in diesen Instrumenten vor Veröffentlichung der Mitteilung. Die Portfolios der Carmignac-Fondspalette können ohne Vorankündigung geändert werden.