



Eine zwiespältige Rückkehr zur Normalität



Autor/en
Didier Saint-Georges

Veröffentlicht am
1. Dezember 2020

Länge
6 Minuten Lesedauer

Die Marktentwicklung im Jahr 2020 dürfte den Anlegern wegen zweier Dinge in Erinnerung bleiben. Zum einen wegen eines heftigen Auf und Abs: Nach einer Schrecksekunde angesichts der Reaktion der Regierungen, die eine radikale Selbstverstümmelung der Wirtschaftsaktivität vornahmen, um eine ihrer Kontrolle entgleitende Pandemie einzudämmen, fassten sich die Märkte allmählich wieder. Sie begriffen nämlich, dass mit dieser absichtlich herbeigeführten Rezession gleichzeitig auch geld- und fiskalpolitische Stützungsmaßnahmen in angemessenem Verhältnis außerhalb der Norm, garantiert waren. Im Übrigen wird den Anlegern die extreme Polarisierung auf Sektorebene zwischen Gewinnern und Verlierern im Gedächtnis bleiben. Um in diesem außergewöhnlichen Jahr gute Geschäfte zu machen, bedurfte es einer aktiven Steuerung des Marktrisikos und einer hohen Disziplin bei der Titelauswahl.



Die politische Lage in den USA hat sich inzwischen mehr oder weniger geklärt, und bald sind wirksame Impfstoffe breit verfügbar. Diese Kombination verheißt für 2021 glänzende Aussichten für die Märkte, die Rückkehr zur Normalität, und läutet zudem seit einigen Wochen das Comeback der Sektoren ein, die in den vergangenen acht Monaten am stärksten zu leiden hatten. Auch wenn diese Reaktion nachvollziehbar ist, könnte sich diese Rückkehr zur Normalität dennoch paradoxerweise als komplexer erweisen, als es zunächst den Anschein hat. Diese Komplexität beeinträchtigt zwar nicht unbedingt die Wertentwicklung, aber man sollte dennoch in der allgemeinen Euphorie einen klaren Kopf bewahren.

Die Politik am Scheideweg

Die Koordination zwischen den außerordentlichen fiskalpolitischen Stützungsmaßnahmen der Regierungen und der geldpolitischen Unterstützung der Zentralbanken im Jahr 2020 war beispielhaft. Die Notwendigkeit bestimmte die Regeln, frühere Bedenken hinsichtlich der Wahrung eines Minimums an Orthodoxie wurden vorübergehend beiseitegesetzt. Somit stellt sich bei der Rückkehr zu einer gewissen Normalität die Frage, welchen Kurs die Politik künftig einschlagen wird.

Was den Haushalt anbelangt, ist in der Europäischen Union festzustellen, dass die Funktionsweise der Institutionen es einigen unwilligen Mitgliedern, derzeit Ungarn und Polen, ermöglicht, eine schnelle Umsetzung des europäischen Wiederaufbauplans zu verweigern. In den USA ist es bislang noch höchst ungewiss, in welchem Umfang der Senat zur Zusammenarbeit mit der Regierung Biden bereit ist. Eine demokratische Mehrheit im Senat ist laut einer Umfrage im Bundesstaat Georgia am 5. Januar immer noch möglich. Dies gilt jedoch auch für das umgekehrte Szenario, wonach eine republikanische Mehrheit daran alle wichtigen öffentlichen Investitionsvorhaben blockieren würde, wie dies z. B. in den Jahren 2010/2011 bei Barack Obama der Fall war.

So spektakulär die Konjunkturerholung auch erscheinen mag, wird es dennoch lange dauern, bis der enorme wirtschaftliche Schaden des Jahres 2020 wieder wettgemacht ist

Über diese beispiellose Unsicherheit hinaus ist die Gefahr kaum zu übersehen, dass sich die historischen Verfechter einer strengen Haushaltsdisziplin wieder zu Wort melden werden, wenn die Ausnahmesituation länger anhält. Auch wenn zu Recht davon ausgegangen werden kann, dass sich die Impfstoffe äußerst vorteilhaft auf das Vertrauen, die Mobilität und die Konsumausgaben auswirken dürften, wird sich das Zurückfahren staatlicher Unterstützungsmaßnahmen mit Sicherheit gegenteilig auswirken. Dementsprechend haben wir in einem von zunehmender Verschuldung und Unterbeschäftigung geprägten Umfeld den Eindruck, dass die Märkte heute vor lauter Begeisterung über die Rückkehr zur Normalität diese beiden immer noch stark präsenten Wachstumshemmnisse auf die leichte Schulter nehmen. So spektakulär die Konjunkturerholung auch sein mag, falls es sich dabei nicht nur um einen Basiseffekt handelt, braucht es dennoch eine lange Zeit, um den enormen Schaden wieder wettzumachen, den die bereits von schwachem strukturellen Wachstum geprägte Weltwirtschaft im Jahr 2020 erlitten hat. Zwar ist es durchaus möglich, dass die allgemeine Geldschwemme schließlich zu einem heftigen Wiederanstieg der Inflation führt: Vorerst sind wir jedoch der Ansicht, dass die erwartete Erholung nicht für eine Trendwende gehalten werden sollte. Zerstörung schafft, wenn überhaupt, nicht sofort etwas Neues.

Daher bevorzugen wir weiterhin qualitativ hochwertige Growth-Aktien in unseren Aktienportfolios, auch wenn es erfreulich ist, dass wir unsere sensible Titel, die sich Monate lang ihre große Stunde gewartet haben, endlich wieder einen Beitrag zur Wertentwicklung leisten können.

Schwellenländer in Lauerstellung

Wir beobachten, dass sich sogar bei einem Szenario eines haushaltspolitischen Status quo eines der Hauptziele des wirtschaftlichen Impulses von 2020 im erheblichen Finanzierungsbedarf der Regierungen zum Ausgleich der schwerwiegenden Defizite bemerkbar machen dürfte, die wiederum nicht auf bedingungslose Unterstützung seitens der Zentralbanken verzichten können. Die bedingungslose Unterstützung der Letzteren dürfte verhindern, dass es zu einer großen Spannung an den Anleihemärkten kommt, die die Staatshaushalte der meisten Länder kaum verkraften könnten.

Es bleibt dabei, dass wir uns im Anleihenuniversum weiterhin bevorzugt auf Unternehmen konzentrieren, da diese abnehmende und variablen Renditen bieten. Bei einer solchen bedingungslosen Verpflichtung der Zentralbanken stellt sich jedoch früher oder später die Frage nach dem realen Wert dieses Geldes, das ausschließlich zur Finanzierung von Defiziten geschaffen wird. Insbesondere der US-Dollar macht in dieser Hinsicht einen schwachen Eindruck. Andererseits kennt die Abschwächung der US-amerikanischen Währung für Länder von Vorteil sein, die ihre Finanz- und Handelsgeschäfte in US-Dollar abzwickeln, vor allem, wenn es sich dabei um Schwellenländer handelt. Zumindest China und seine Einflussphäre haben darüber hinaus noch den doppelten Vorteil eines effektiven Krisenmanagements in der Pandemie, das eine schnellere Konjunkturerholung erlaubte, und einer beneidenswerten Position in vielen Bereichen der Technologie und erneuerbarer Energien (insbesondere auf dem Gebiet Elektrofahrzeuge).



Die Schwellenländer sind mit einer schnelleren Konjunkturerholung und einer beneidenswerten Position in Wachstumssektoren doppelt im Vorteil

Außerdem ist nach unserem Dafürhalten der mögliche Rückgang des US-Dollars und vielleicht auch noch weiterer Währungen, die mit denselben Schwierigkeiten konfrontiert sind, ein guter Grund zur Annahme, dass der Goldpreis im Laufe des Jahres 2021 weiter aufwärts tendiert.

Als Fazit ist davon auszugehen, dass sich die Bewertung allzu stark in Mitleidenschaft gezogener Sektoren rasch normalisieren wird, wenn die „Anomalie“ von 2020 überwunden ist. Aber auch über diese Anpassung hinaus sollte man weiterhin daran denken, dass das langfristige Gewinnwachstum der Unternehmen über die Wertentwicklung an der Börse entscheidet. Wie wir bereits in unserer Carmignac's Note vom Oktober („**Was sich 2020 ändert**“) bemerkten, wird dieses Wachstum in einem von sehr niedrig gehaltenen Zinsen, einer noch verhaltenen globalen Konjunktur und zunehmenden makroökonomischen Ungleichgewichten geprägten Umfeld strukturell selten anzutreffen und unsicher sein. Unsere globalen Portfolios stützen sich daher weiter auf vier „antifragile“ Kraftlinien: Aktien von Unternehmen mit deutlichem Wachstum, China und sein Einflussbereich, Gewinner der Energiewende und Goldbergbau.

Quelle : Carmignac, Bloomberg, 30/11/2020

Anlagestrategie

Aktien

Meldungen über gute Fortschritte bei der Entwicklung von Impfstoffen und der Ausgang der US-Präsidentenwahlen verhalfen den Aktienmärkten zu einem historischen Hoch. Dabei lagen diejenigen Sektoren an der Spitze, die seit Jahresbeginn am stärksten zu leiden hatten (Banken, Automobilsektor, Energie). Infolge der 2020 herrschenden Unsicherheit waren ihre Bewertungen auf ein extrem niedriges Niveau abgesenkt worden, was diese Trendwende erklärt. Über die sehr schnelle Normalisierung der Kurse dieser „Value“-Titel trotz bedeutender strategischer Erschwernisse hinaus, beruht unsere Beteiligung an dieser Marktentwicklung auf unserem Anlagethema, der Wiedereröffnung der Wirtschaft ausgehend von den Tiefständen in den Monaten März und April. Bei diesem Thema gingen wir weiterhin ausgesprochen selektiv vor und konzentrierten uns in erster Linie auf Unternehmen der Tourismusbranche mit geringer Kapitalintensität, die in ihrem Segment führend sind und von hohen Zugangsbarrieren profitieren.

Die Aussicht, die COVID-19-Pandemie in den Griff zu bekommen, hat uns auch dazu veranlasst, unser Exposure in Medizintechnikunternehmen zu verstärken, einem Sektor, der unter der Aussetzung so genannter „nicht dringlicher Operationen“ zu leiden hatte.

Der Schwerpunkt unseres Kernportfolios liegt weiterhin auf vom Konjunkturzyklus unabhängigen Unternehmen, deren Wachstum auf langfristigen Trends beruht. Die meisten dieser Unternehmen haben an der Börse gut abgeschnitten, und wir haben u. a. Gewinne bei elektronischen Bezahlmethoden mitgenommen. Wir haben die dabei erzielten Barerlöse wieder in Unternehmen investiert, die unserer Ansicht nach vom Marktkonsens bislang noch weitgehend unberücksichtigt geblieben sind, so z. B. einige führende europäische oder koreanische Autohersteller, die sich auf Elektrofahrzeuge umstellen und nachhaltiges Wachstum in den kommenden Jahren erwarten lassen. Das Thema Elektrofahrzeuge ist auch Bestandteil unseres Portfolios chinesischer „Pure Player“ und koreanischer Batteriehersteller.

Im Hinblick auf 2021 konzentriert sich unser Portfolio daher weiterhin auf Unternehmen mit deutlichem Wachstum aus den Sektoren Technologie, Konsumgüter und Gesundheit, mit Unternehmen zum Ausgleich, die solide Fundamentaldaten aufweisen, deren Geschäftstätigkeit jedoch aufgrund der Krise vorübergehend eingebrochen war.

Festverzinsliche Anlagen

Die Fortschritte bei der Impfstoffentwicklung und die zunehmend klareren Verhältnisse nach den US-Präsidentenwahlen verhalfen risikoreichen Anlagen wie Unternehmensanleihen, Staatsanleihen europäischer Nicht-Kernländer und Anleihen aus Schwellenländern zu einem Anstieg. Anleihen aus Kernländern wiederum verharrten verhältnismäßig stabil auf sehr niedrigem Niveau infolge des – effektiven und erwarteten – Handelns der Zentralbanken. Zum Ende des Jahres 2020 haben die Märkte in manchen Segmenten fast schon wieder die Bewertungsniveaus vor der Krise erreicht. Dennoch könnte die Rückkehr zur Normalität die Auswirkungen der Unterschiede zwischen den Fundamentaldaten der einzelnen Emittenten verstärken. Unter diesen Umständen bevorzugen wir weiterhin Unternehmensanleihen mit drei starken Themen im Portfolio: Wiedereröffnung der Wirtschaft (Fluggesellschaften, Luftfahrt, Tourismus), Energie und Finanzen (insbesondere nachrangige Titel), die den größten Teil des Anleihenexposures ausmachen.

Die extrem niedrigen Kurse von Staatsanleihen aus Kernländern bieten trotz der voraussichtlich weiterhin sehr expansiven Geldpolitik wenige Chancen. Daher bleibt unser Exposure in US-amerikanischen Staatsanleihen begrenzt. Bei Anleihen so genannter Peripherieländer haben wir teilweise Gewinne bei italienischen Titeln mitgenommen, die sich in den letzten Wochen sehr gut entwickelt haben.

Das Schwellenländer-Anlageuniversum bietet wiederum Gelegenheiten, die jedoch teilweise einen Rückgang des US-Dollars voraussetzen. In diesem Kontext positionieren wir uns weiterhin diversifiziert und selektiv. So bieten z. B. rumänische, auf Euro lautende Auslandsanleihen attraktive Kreditspreads für ein Land, das von dem europäischen Wiederaufbaufonds profitiert. China bleibt unsere größte Position bei Anleihen in Lokalwährung, da das Land hohe Realzinsen bietet und dessen Zentralbank über genügend Spielraum für eine weitere Lockerung ihrer Geldpolitik verfügt. Nicht zuletzt sind auch Schwellenländerwährungen nach unserem Dafürhalten interessante Performancetreiber, wie z. B. der Rubel.

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.