



Weshalb Conviction-Management?

Dezember 2019



Autor/en
Didier Saint-Georges

Veröffentlicht am
3. Dezember 2019

Länge
10 Minuten Lesedauer

Der Zustand der Weltwirtschaft gab Anlass für Beunruhigung. In diesem Sommer machte sich dies bemerkbar, da zum vorerst letzten Mal die Anleiherenditen einbrachen und die Aktienmärkte korrigierten. Dann vernahmen die Anleger im Herbst mit Freude die ungeduldig erwartete Nachricht der Zentralbanken, dass auf sie wieder einmal Verlass sei. 60 Prozent der Zentralbanken weltweit senkten im dritten Quartal ihre Leitzinsen – eine gemeinsame Anstrengung, die es seit 2009 nicht mehr gegeben hatte.

In dieses Konzert der geldpolitischen Lockerung stimmte die Europäische Zentralbank mit der Wiederaufnahme ihrer Kaufprogramme für Anleihen ein. Ihr Volumen wird sich ab dem 1. November auf 20 Milliarden Euro pro Monat belaufen. Die Fed hatte im vergangenen Jahr vergeblich versucht, die Geldpolitik zu normalisieren. In diesem Jahr nahm sie sich zurück, wohlgermerkt ohne das wirklich offen einzugestehen. Sie kehrte dann mit dem Ankauf von US-Treasuries im Wert von 60 Milliarden Dollar pro Monat zur geldpolitischen Lockerung zurück.

Inmitten dieses erneuten geldpolitischen Dauerfeuers wirkte die Entspannung im chinesisch-amerikanischen Handelskonflikt wie ein Katalysator und stärkte bei den Anlegern das Vertrauen. Es war der Beginn eines aufsehenerregenden Jahresendes. Die Aktienmärkte durchbrachen die gläserne Decke, unter der sie bis dahin gefangen waren und lediglich die 2018 entstandenen Schäden wiedergutmachen konnten (siehe unsere Note vom September: [Eine Straße nach Nirgendwo](#)).

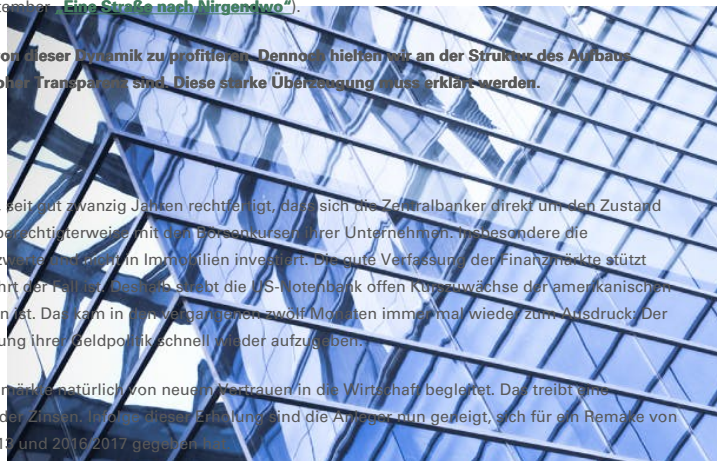
Natürlich haben wir das Exposure unserer Portfolios im Laufe des Quartals erhöht, um von dieser Dynamik zu profitieren. Dennoch hielten wir an der Struktur des Aufbaus unserer Aktienportfolios fest, deren Eckpfeiler ganz klar Wachstumsunternehmen mit hoher Transparenz sind. Diese starke Überzeugung muss erklärt werden.

Die Märkte zu stützen hat für die Zentralbanken Priorität

Zunächst sei klargestellt, dass die Finanzialisierung der Wirtschaft, vor allem in den USA, seit gut zwanzig Jahren rechtfertigt, dass sich die Zentralbanker direkt um den Zustand der Finanzmärkte kümmern. Die Handlungsspielräume von Firmenleitungen korrelieren beinahe immer mit den Börsenkursen ihrer Unternehmen. Insbesondere die amerikanischen Verbraucher haben heute einen größeren Teil ihrer Ersparnisse in Finanzwerten und weniger in Immobilien investiert. Die gute Verfassung der Finanzmärkte stützt insofern das Vertrauen der Verbraucher und das Wachstum ebenso stark wie es umgekehrt der Fall ist. Deshalb sucht die US-Notenbank offen Kurszuwächse der amerikanischen Indizes an, womit sie zu einer eindeutigen und treuen Verbündeten der Anleger geworden ist. Das kam in den vergangenen zwölf Monaten immer mal wieder zum Ausdruck: Der Rückgang der Aktienmärkte im Jahr 2018 zwang die Fed dazu, die versuchte Normalisierung ihrer Geldpolitik schnell wieder aufzugeben.

Unter einer solchen Schirmherrschaft der Zentralbanker wird der Aufschwung der Aktienmärkte natürlich von neuem Vertrauen in die Wirtschaft begleitet. Das treibt eine Sektorrotation zugunsten zyklischer Sektoren voran und sorgt für einen leichten Anstieg der Zinsen. In der nächsten Erholung sind die Anleger nun geneigt, sich für ein Remake von kleinen Erholungszyklen der Wirtschaft im Jahr 2020 zu positionieren, wie es sie 2012/2013 und 2016/2017 gegeben hat.

Wir erwarten nicht, dass dieser Konjunkturaufschwung sehr lange anhält. Unter anderem deswegen setzen wir weiterhin auf Titel mit langfristigem Wachstum.



Rezession verboten

Das Phänomen ist nicht neu: Seit zehn Jahren löst die Angst vor einer Rezession bei jedem ernsthaft drohenden Konjunkturabschwung eine entschlossene geldpolitische Reaktion aus. Die Märkte ziehen dann wieder an. Im Laufe der Jahre wurde die wirtschaftliche Analyse daher für viele Anleger eher nebensächlich oder gar ein Fauxami. Umgekehrt setzten sich technische oder quantitative Analysen durch, die auf dem Prinzip beruhen, dass dieselben wirtschaftlichen Enttäuschungen letztendlich immer dieselben positiven Auswirkungen auf die Märkte nach sich ziehen.

Diese Logik hat sich im Laufe der Jahre sogar noch verstärkt. Denn die endlose Subventionierung des Kapitals durch die Zentralbanken hat es einerseits ermöglicht, dass sich Staaten immer mehr verschulden. Zum anderen hat sie kleinen und mittelständischen Unternehmen, denen schon längst der Atem ausgegangen wäre, wenn sie sich zu normalen Konditionen hätten finanzieren müssen, die Möglichkeit eröffnet, zu wachsen sowie weiter zu investieren und sich dabei mit sehr niedrigen Rentabilitätsschwellen zufriedenzugeben. Eine Rezession verbot sich somit mehr und mehr, da sie in weiten Teilen des öffentlichen und privaten Sektors der großen Industrieländer eine Kreditkrise hätte auslösen können. Daher konnten die Märkte in diesem Jahr wieder mit Fug und Recht darauf setzen, dass die Zentralbanken – sowie dieses Mal auch Donald Trump, der 2020 aus anderen Gründen eine Rezession um jeden Preis vermeiden will – das Nötige tun würden, um einen Absturz der Weltwirtschaft zu verhindern.

Für diesen systematischen „Deus Ex Machina“, mit dem sich sämtliche größere Konjunkturabschwächungen vermeiden lassen, ist allerdings ein Preis zu zahlen. Er schwächt nämlich das mittelfristige Wachstumspotenzial. Die zeitlich unbegrenzte Garantie niedriger oder sogar negativer Zinsen fördert Finanzinvestitionen zulasten von produktiven Investitionen und begünstigt die Verschuldung. Hierdurch werden Mittel für künftiges Wachstum entzogen, um heute eine Rezession zu vermeiden.

Das Wirtschaftswachstum leidet zunehmend unter einer strukturellen Schwäche, die Zyklen werden immer kraftloser und kurzlebiger. Es gibt immer weniger Unternehmen, die ihre Gewinne in diesem Umfeld langfristig steigern können. Genau diese Unternehmen bevorzugen wir.

Liquiditätsblase

Die länger anhaltende Konjunkturabkühlung und die Liquiditätsblase stärken unsere langfristigen Überzeugungen

Durch diese Flucht nach vorn ist eine Art allgemeine Liquiditätsblase entstanden. Während das Wirtschaftswachstum seit zehn Jahren kaum von der Stelle kommt, hat sich der Preis für Finanzwerte unter dem Einfluss sinkender Zinsen unweigerlich erhöht. Es lässt sich heute kaum noch bezweifeln, dass diese Blase die Märkte allgemein instabiler macht und dass diese Divergenz gegenüber der Realwirtschaft bereits schwerwiegende soziale und politische Konsequenzen nach sich zieht. Doch es gibt noch eine andere Konsequenz zu beachten, die die Ausrichtung unserer globalen Anlagestrategie unterstützt.

Man muss diese Blase von einer spekulativen Blase unterscheiden. Die Märkte werden heute nicht von exorbitanten Gewinnen geködert wie in den Jahren 2000 oder 2007. Stattdessen geht es darum, dass Sparer nach Möglichkeiten suchen müssen, überschüssige Liquidität zu angemessenen Renditen und akzeptablem Risiko anzulegen. Das zeigt sich auch in der zunehmenden Streuung der Wertentwicklungen bei Unternehmensanleihen. Diese Anlageklasse profitiert weiterhin von Mittelzuflüssen, die sich aber immer mehr auf hochwertige Emittenten konzentrieren, während im „Junk“-Segment die ersten Ausfälle zu verzeichnen sind. Auch an den Aktienmärkten war festzustellen, dass mehr Konjunktur-Optimismus in den vergangenen Wochen sehr hochwertige Growth-Aktien nicht davon abgehalten hat, ihren Kurs fortzusetzen. So kletterten beispielsweise die Aktienkurse von Microsoft, Apple, LVMH, Hermès oder L'Oréal im November auf historische Höchststände. Selbst unter den zyklischen Sektoren bleiben die zwar billigen, aber mit bedeutenden strategischen Problemen konfrontierten Sektoren wie die Automobilindustrie, Banken oder der traditionelle Vertrieb weiterhin deutlich hinter den robusteren Zyklikern wie Halbleiter oder elektronische Ausrüstung zurück.

Insofern hat die Liquiditätsblase, selbst wenn sie andauern und Finanzmärkte weiter von der wirtschaftlichen Realität abkoppeln sollte, in keiner Weise die Entwicklung von Werten mit besserer wirtschaftlicher Leistungsfähigkeit beeinträchtigt – ganz im Gegenteil.

Gewinnrezession

Die Mini-Konjunkturzyklen spielen sich innerhalb einer insgesamt abschwächenden Konjunktur ab. Das geht logischerweise mit einem zunehmenden Druck auf die wirtschaftliche Rentabilität der Unternehmen einher, auch in den USA. Durch die Magie des Finanz-Engineering und Aktienrückkäufe macht sich dies bei den großen börsennotierten Unternehmen zurzeit noch verschleiert. Die Gewinne pro Aktie des S&P 500 Index liegen heute noch dicht an ihren historischen Höchstständen.

Die volkswirtschaftliche Gesamtrechnung zeigt jedoch, dass das Gewinnwachstum sämtlicher US-Unternehmen außerhalb des Finanzsektors seit zehn Jahren tendenziell rückläufig ist. Im Oktober sank es sogar auf -4,9 Prozent, nachdem es im September -1,1 Prozent gewesen waren. In Europa ist nach den Daten von Eurostat ein ähnliches Phänomen zu beobachten. In China ist die Tendenz ähnlich, und die im November veröffentlichten Statistiken bestätigen den Gewinnrückgang in der Industrie, der zu Jahresbeginn eingesetzt hat (-10 Prozent im Oktober, nach -5 Prozent im September und -2 Prozent im August).

So ist die Fähigkeit, über Konjunkturzyklen hinweg seine Margen zu erhalten, mehr denn je ein Differenzierungsmerkmal auf lange Sicht. Das ist ein weiterer Grund für unseren langfristigen Anlagestil.



Langfristiger Horizont

Die technologische Revolution bietet bedeutende Anlagegelegenheiten

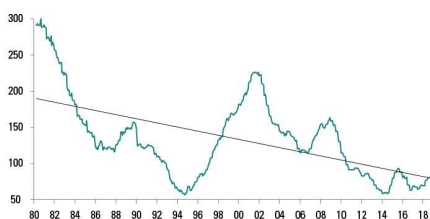
Die Identifikation von Geschäftsmodellen, die über einen Zeitraum von fünf oder zehn Jahren ein sehr starkes Gewinnwachstum erzielen können, stellt aus unserer Sicht die zuverlässigste Methode für eine gute langfristige Performance dar.

Bei diesen Modellen muss man keine Wertsteigerung voraussetzen, sie können sich sogar einen Rückgang der Bewertungskennzahlen leisten. Ferner sind sie bestens für relativ flach verlaufende Konjunkturzyklen und schwaches Wirtschaftswachstum gerüstet. Wir sind überzeugt, dass die gesamte derzeit laufende technologische Revolution dieselbe Tragweite hat wie die industrielle Revolution im 19. Jahrhundert und somit bedeutende Chancen für Unternehmen bietet, denen es gelingt, ihre Anwendungen zu monetarisieren.

An dieser Stelle seien nur einige Aspekte genannt. Zum einen sind da die Fortschritte in der künstlichen Intelligenz, die durch die Explosion von Datenbanken beflügelt wird, die sich wiederum durch die massenhafte Vermarktung von Smartphones vervielfachen. Zum anderen ist auf noch in den Kinderschuhen steckende Anwendungen hinzuweisen, wie etwa Virtual-Reality-Software, die viel Potenzial für Anwendungen birgt. Sie beschränken sich nicht auf Videospiele, deren Potenzial sich durch ihre Nutzung in den sozialen Netzwerken vervielfacht, sondern betreffen auch das Gesundheits- und das Bildungswesen. Schließlich ist die Revolution der Konsum- und Kommunikationsweisen zu nennen.

All diese Auswirkungen dieser technologischen Revolution vermitteln einen Eindruck von dem, was eine fundierte Analyse in begeisternde langfristige Anlagemöglichkeiten verwandeln können muss. Genau diese Überzeugung liegt unserem Anlagestil zugrunde.

ANZAHL DER UNTERNEHMEN DES S&P, DIE ÜBER FÜNF JAHRE EIN UMSATZWACHSTUM VON ÜBER 15 PROZENT AUFWEISEN



Quelle: Carmignac, Bloomberg, 12/2018

Steuerung der Marktrisiken unter Berücksichtigung der langfristigen Überzeugungen

Vor genau einem Jahr schlossen wir unsere Note mit folgenden Sätzen: „Es wird eine Zeit kommen, in der die Zentralbanken die weiße Fahne hissen und auf eine weitere geldpolitische Normalisierung verzichten. Zu diesem Zeitpunkt wird die Aussicht auf eine Rückkehr zu einer Reflationspolitik Risikoanlagen zugutekommen.“ Zur allgemeinen Überraschung wurde diese Kapitulation einen Monat später verkündet, und 2019 erwies sich als ein sehr freundliches Jahr für alle Anlageklassen.

Das Jahr 2020 kündigt sich gewiss anders an, da der zurückgewonnene Optimismus die Werte von Risikoanlagen auf Niveaus gehoben hat, die kaum Raum für Enttäuschungen lassen. Die allgemeine Blase ist mit erheblichen Risiken für die Märkte verbunden, auch wenn es keine Anzeichen dafür gibt, dass ihr Platzen unmittelbar bevorsteht. Die auf einen Konjunkturaufschwung im Jahr 2020 ausgerichtete Neupositionierung der Anleger setzt darauf, dass der US-Konsum nicht für Enttäuschung sorgt. Die Banken haben jedoch begonnen, die Konditionen für Verbraucherkredite restriktiver zu gestalten, und die Schaffung von Arbeitsplätzen gerät mehr und mehr ins Stocken. Der Neupositionierung liegt auch die Annahme zugrunde, dass die bereits erwähnte „Gewinnrezession“ nicht für Stress an den Kreditmärkten sorgt. Schließlich geht sie von einem nachhaltigen Rückgang der Ungewissheiten im Handel und in politischen und geopolitischen Fragen aus. Wir sind uns einer solch umfassenden Aufheiterung weniger sicher, und der Steuerung von Marktrisiken könnte 2020 im Falle von Turbulenzen große Bedeutung zukommen. Hinter dieser aktiven Verwaltung des „Beta“ wird der Kern der Performance unserer Fonds jedoch weiterhin auf unserer starken Generierung von „Alpha“ beruhen, und zwar gleichermaßen auf den Märkten für Aktien, Staats- und Unternehmensanleihen. In diesem Umfeld ist unsere strategische Bevorzugung im Aktienuniversum für Growth-Aktien mit sehr hoher Transparenz keinesfalls banal, sondern ein bedeutender, äußerst anspruchsvoller Performancetreiber, der aus unserer Sicht wesentlich nachhaltiger ist als alle kurzfristigen Signale.

Quelle: Carmignac, Bloomberg, 29/11/2019

Anlagestrategie

Aktien

Glaubt man den Mittelzuflüssen in die Anlageklasse der Aktien, hofften die Anleger auf eine Rückkehr eines märchenhaften Umfelds mit akkommodierenden Zentralbanken und bedeutenden Liquiditätsspritzen. Hierzu gesellte sich die Hoffnung auf eine Stabilisierung des Wachstums auf niedrigen Niveaus und das Abziehen der Wolken der Ungewissheit. Vor diesem Hintergrund haben sämtliche Aktienmärkte die Anleihemärkte übertroffen. US-Aktien führten die Riege an, allen voran die Sektoren Technologie (+5,4 Prozent) und Gesundheit (+7,4 Prozent), die zum Kern unserer Allokation gehören. Auch in Europa verzeichneten hochwertigen Growth-Aktien die besten Wertentwicklungen. Die Aktienmärkte der Schwellenländer tun sich im Moment noch schwer. Dies gilt insbesondere für Lateinamerika, wo wir nur ein geringes Exposure haben, und China, wo wir unser Exposure aufgestockt haben, da diese Regionen mit besonders heftigen Protestbewegungen konfrontiert sind.

Wir haben ein relativ hohes Exposure gegenüber dem Aktienrisiko beibehalten, da die technischen Faktoren (Positionierung, Liquidität, Risikoaufschläge) für diese Märkte weiterhin günstig sind. Innerhalb dieser Märkte favorisieren wir in unserer Positionierung nach wie vor Werte mit attraktiven, relativ konjunkturunabhängigen Wachstumsaussichten. Dies ist insbesondere in den USA der Fall, wo – wengleich die Werte über den langfristigen Durchschnitt liegen – die Aussichten für Wachstum und Rentabilität insgesamt besser sind. Aber auch auf Europa, wo es im Moment voreilig wäre, sich zu sehr darauf zu verlassen, dass das Wirtschaftswachstum der Region den dort tätigen Unternehmen Auftrieb verleihen würde, trifft dies zu. In den Schwellenländern konzentriert sich unsere Positionierung im Wesentlichen auf Regionen und Sektoren, die die höchste Transparenz bieten. Der Fokus liegt daher auf dem Binnenwachstum, vor allem in Asien. So haben wir in jüngster Zeit eine Position im bedeutendsten chinesischen Finanzkonzern Ping An eröffnet, der in technologischer Hinsicht besonders fortschrittlich ist, insbesondere beim Erfassen und Verarbeiten von Daten. Er profitiert vornehmlich seiner Versicherungssparte von bedeutenden Wachstumsaussichten, und die Underperformance der chinesischen Aktienmärkte bot Einstiegspunkte, die wir für besonders attraktiv hielten.

Zinsen

In diesem Umfeld reflationärer Geldpolitiken und der Abschwächung von politischen Risiken und Rezessionsängsten war die Performance von Staatsanleihen mit den besten Ratings negativ, während die konjunkturrempfindlichsten Anleihen eine Outperformance verzeichneten. Denn die Kreditspreads haben sich verengt, und zwar in ausgeprägterem Maße in Europa als in den USA. Nachrangige Bankanleihen lieferten besonders solide Wertentwicklungen, da ihnen das Zusammenspiel von drei günstigen Faktoren zugutekam: 1) der Anstieg der langfristigen Zinsen, 2) die Abschwächung des politischen Risikos und 3) relativ hohe Anleiherenditen.

In den kommenden Monaten dürften sich die Zinssätze der Kernländer der Eurozone innerhalb einer Bandbreite bewegen. Diese wird vom Aufwärtsdruck bestimmt, der zum einen durch die Erwartung fiskalischer Impulse infolge der erwarteten Ankündigungen der Beilegung der Handelsstreitigkeiten und zum anderen durch die Sachzwänge der Zentralbanker ausgeübt wird. Denn diese sehen sich genötigt, ein relativ freundliches Zinsumfeld zu erhalten, um vor dem Hintergrund einer beachtlichen Verschuldung von Staaten, Unternehmen und Privathaushalten für relative finanzielle Stabilität zu sorgen. In diesem Kontext setzen wir auf eine aktive und taktische Verwaltung der modifizierten Duration der Portfolios.

Das derzeitige Umfeld langfristig niedriger Zinsen ist vorteilhaft für Carry-Strategien. Dennoch gehen wir angesichts relativ teurer Anleihen bei der Auswahl unserer Unternehmensanleihen besonders selektiv vor. Das Gleiche gilt für die Anleihemärkte der sogenannten „Peripherieländer“. Angesichts eines möglichen Wiederaufkommens des politischen Risikos in Italien aufgrund der immer lauter vernehmbaren Unstimmigkeiten in der aktuellen Regierungskoalition haben wir auf unsere italienischen Anlagen zum Teil Gewinne mitgenommen. Wir haben Positionen in auf Euro lautenden rumänischen Schuldtiteln eröffnet, die ein Rating von BBB- aufweisen und für 30-jährige Laufzeiten eine Rendite von 3,35 Prozent bieten. Diese Rendite ist angesichts der klar umrissenen Risiken und Fundamentaldaten absolut betrachtet als attraktiv zu beurteilen.

Währungen

Nach einem kurzen Einbruch im Oktober fuhr der Dollar an den Devisenmärkten wieder Gewinne ein. Denn wengleich sich die amerikanische Wirtschaft abschwächt, weist sie immer noch eine stärkere Dynamik auf als der Rest der Welt. Dies führt zu einer Outperformance des Dollars, insbesondere gegenüber dem Euro. Auch das britische Pfund konnte sich angesichts der auf einen relativ komfortablen Wahlsieg der Partei von Boris Johnson hindeutenden Umfragen gut behaupten. Schließlich steigt damit auch die Wahrscheinlichkeit, dass sein Austrittsvertrag vom britischen Parlament gebilligt wird, womit die sehr engen Fristen für die Aushandlung von Freihandelsabkommen (Dezember 2020), zu deren Einhaltung sich der englische Premierminister verpflichtet hatte, ausgeräumt wären.

Südamerikanische Währungen bereiten angesichts der massiven Korrektur des chilenischen Peso, die vor dem Hintergrund der Spannungen im Land erfolgte, weiterhin die größten Sorgen. Hierdurch scheinen sich aus unserer Sicht attraktive Einstiegspunkte zu ergeben, um ein Exposure in einer Volkswirtschaft aufzubauen, die von einer der diszipliniertesten Haushaltspolitiken des Kontinents sowie von einer proaktiven Zentralbank gekennzeichnet ist, die die Realzinsen in den negativen Bereich gesenkt hat. Der Wirtschaft des Landes dürfte dies eine neue Dynamik verleihen.

Wir bleiben gegenüber dem US-Dollar weiterhin zurückhaltend, da wir ihn für überbewertet halten. Für eine Abwertung der Währung bedürfte es wahrscheinlich einer akkommodierenderen Fed. Dies könnte möglich sein, wenn die amerikanische Wirtschaft gemäß unseren Vermutungen im ersten Quartal 2020 für Enttäuschung sorgt.

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.