
Eine „Barbell“- Aktienstrategie in einem weiterhin unsicheren Umfeld

Multi-Asset | Juni 2020



Natasha Ebtehadj
Fondsmanagerin



Felicity Long
Client Portfolio Manager

Wir sind der Meinung, dass die Aussage „Wir erleben eine beispiellose Entwicklung“ nicht wirklich zutrifft. Denn letztendlich gibt es doch andauernd außergewöhnliche Geschehnisse und unsere Aufgabe besteht darin, für unsere Kunden Werte zu schaffen, indem wir erfolgreich durch die verschiedenen Umfelder steuern. Es ist allerdings offensichtlich, dass wir aktuell eines der bedeutsamsten Ereignisse der jüngsten Wirtschaftsgeschichte erleben. Man könnte es die „große Coronarezession“ nennen.

Zurzeit befinden wir uns wohl inmitten dieser Rezession und die Märkte scheinen in ein Tauziehen verwickelt zu sein: zwischen riesigen und scheinbar nicht enden wollenden Markteingriffen der politischen Entscheidungsträger und den sich weiterentwickelnden wirtschaftlichen Folgen der Art und Weise, wie wir mit Covid-19 leben. Wer am Ende als Sieger hervorgehen wird, ist unklar. Und diese Unklarheit ist sowohl in den breiteren Prognoseintervallen für unsere Konjunkturprognosen als auch in unserer Art, Risiken in unseren Multi-Asset-Portfolios einzugehen, ersichtlich.

Aktienrisiko

Wir haben bereits geschrieben, dass wir an unserer Ende März eingenommenen allgemeinen Risikobereitschaft weiterhin festhalten. Denn wir sind der Ansicht, dass es in Zukunft attraktive risikobereinigte Renditen bei Aktien und Unternehmensanleihen geben dürfte. Wir gehen davon aus, dass die Anleger für die künftigen Konjunkturrisiken etwas mehr als angemessen entschädigt werden, wenngleich diese Risiken beträchtlich sind. In dieser Publikation werden wir uns jedoch auf das Aktienrisiko konzentrieren.

In diesem unsicheren Umfeld und in dem Bestreben, die wirtschaftlichen Folgen des Lockdowns gegen die riesigen Konjunkturpakete abzuwägen, mit denen die Lücke überbrückt werden soll, verfolgen wir bei unserer regionalen Aktienausrichtung eine Barbell-Strategie. Die USA und Asien bieten zusammen eine Mischung aus defensiven und zyklischen Merkmalen und stehen

beide im Einklang mit unserer übergeordneten Ausrichtung auf Qualität. Lassen Sie uns also einen Blick auf beide Regionen werfen.

USA: hochwertig und defensiv

Der US-amerikanische Markt beherbergt einige hochwertige Gewinner dieser Krise. Denn die strukturellen Trends nehmen in Bereichen wie bargeldlose Zahlungen, Smart Working und Online-Konsum, um nur ein paar zu nennen, an Fahrt auf. Diese Trends dürften unseren Positionen in Titeln wie Microsoft, Mastercard und Amazon zugutekommen.

Der US-Markt ist auch eher binnenorientiert, weshalb er ein niedrigeres Beta in Bezug auf das Weltwirtschaftswachstum und den internationalen Handel aufweist. Im Jahr 2018 entfielen lediglich rund 12 % des BIP auf die Exporte, gegenüber 47 % in der EU¹. Die Umsätze der Unternehmen im S&P 500 stammen zu rund 26 % aus dem Ausland², was im Vergleich zu den meisten anderen internationalen Märkten immer noch wenig ist. Dieser hochwertige und defensive Charakter ist eine Komponente unserer Barbell-Strategie.

Asien: stärker vom Weltwirtschaftswachstum abhängig

Die andere Komponente der Barbell-Strategie stellt Asien mit seinem hochwertigen und zyklischen Charakter dar. Die Konjunktur in Asien hängt stärker vom Weltwirtschaftswachstum ab, da sich die Region während der Globalisierung der Lieferkette zur Werkbank der Welt entwickelt hat. Unser Basisszenario besteht zwar nicht in einer schnellen Erholung der Weltkonjunktur in V-Form. Wir behalten jedoch angesichts der hohen Prognoseunsicherheit selektive Positionen in hochwertigen Zyklikern, die in Asien in Branchen wie der Technologie zu finden sind.

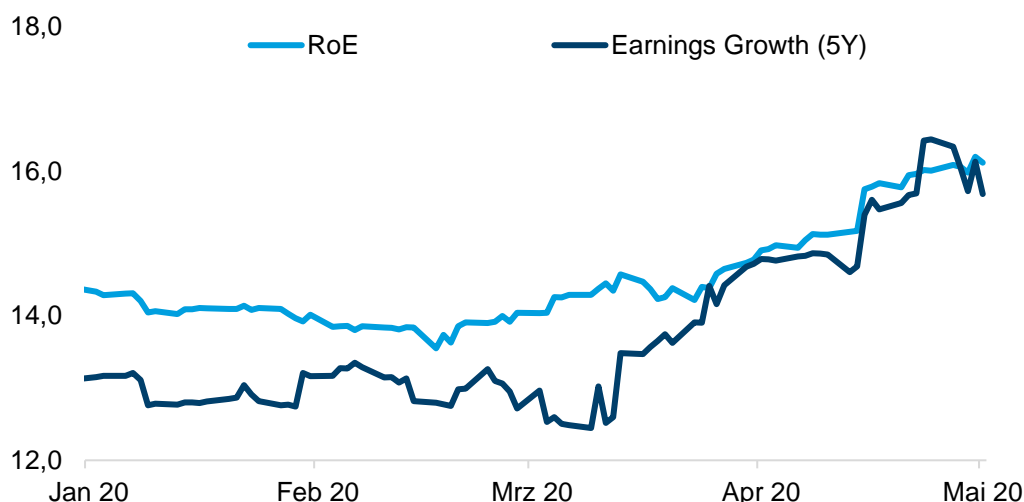
China versucht immer mehr, seine Lieferkette für die Technologie zu regionalisieren, und dies dürfte den asiatischen Unternehmen zugutekommen. Hinzu kommt, dass das Risiko einer „zweiten Infektionswelle“ bislang gut beherrscht wird, während die verschiedenen Länder ihre Ausgangsbeschränkungen lockern. Die Krise brach zunächst in China aus, das auch als erstes Land wieder zu einer gewissen wirtschaftlichen Normalität zurückfand, als die Arbeiter mit ihrer Rückkehr in die Fabriken die Industrieproduktion wieder etwas normalisierten und der Konsum zunahm, wenngleich etwas langsamer.

Auf globaler Ebene gehen wir davon aus, dass die Erholung von diesem Konjunkturabschwung in kleinen Schritten geschehen wird und die Unternehmen sowie auch Volkswirtschaften mit einer höheren Schuldenlast aus der Krise hervorgehen werden. Deshalb sind die Multi-Asset-Portfolios generell auf qualitativ hochwertiges Risiko ausgerichtet worden. Im Aktienbereich dürften die Unternehmen mit soliden Bilanzen, hohem Free Cashflow und ordentlichen Kapitalrenditen ein Gewinnwachstum verzeichnen, während zahlreiche andere Unternehmen unter der Last ihrer Schulden leiden. Wie bereits erwähnt, sind viele dieser Unternehmen in den USA und den asiatischen Schwellenländern zu finden und wir nutzen die kollektiven Fachkenntnisse unseres Aktien-Research-Teams, um sie ausfindig zu machen. Wir haben seit Ende März das Portfoliorisiko in den benchmarkunabhängigen Multi-Asset-Strategien und gleichzeitig auch die Qualität dieses Risikos angehoben. Dies ist in Abbildung 1 an der Entwicklung gewisser wesentlicher Qualitätskennzahlen zu sehen.

¹ <https://data.worldbank.org/indicator/NE.EXP.GNFS.ZS>.

² Credit Suisse, 31. Dez. 2019.

Abbildung 1: Entwicklung der Qualitätskennzahlen unseres Aktienengagements



Quelle: Aladdin, 1. Mai 2020. Daten der Aktienpositionen einer unserer benchmarkunabhängigen Vermögensallokations-Strategien. Nur zur Veranschaulichung.

RoE	Eigenkapitalrendite
Earnings Growth (5Y)	Gewinnwachstum (5 Jahre)

Beziehungen zwischen den USA und China

Die Risiken bestehen jedoch weiter: Wie bereits zu Beginn erklärt, könnte der Lockdown aufgrund des Virus das Tauziehen mit den Verantwortlichen der Wirtschaftspolitik für sich entscheiden. Hiervon abgesehen sind wir mit dieser auf die USA und Asien ausgerichteten Barbell-Strategie allerdings anfällig bei erneut aufkommenden Spannungen zwischen den USA und China, wobei wir dieses Risiko genau beobachten.

Die Konfrontation hat sich vom Handel auf andere Bereiche ausgebreitet, wie zum Beispiel: Technologie (konzentriert auf die Sanktionen gegen Huawei), Finanzwesen (beispielsweise der jüngste Gesetzesentwurf des US-Senats zur Dekotierung von American Deposit Receipts oder ADRs) und Geopolitik (die jüngste Ursache der Spannungen ist das Hongkong-Sicherheitsgesetz). In gewisser Weise sind erneut aufkommende Spannungen in einem Jahr, in dem in den USA Wahlen stattfinden, keine Überraschung. Wenn man dann noch berücksichtigt, dass beide US-Parteien eine anti-chinesische Haltung einnehmen, gehen wir davon aus, dass die Unruhe rund um die Beziehungen zwischen den USA und China auch noch bis zur Wahl anhalten wird.

Die bislang relativ ruhige Antwort Chinas auf die jüngsten Maßnahmen gegen Huawei stimmt uns jedoch positiv. Denn dies lässt darauf schließen, dass China einen pragmatischen Ansatz verfolgen könnte und seine wirtschaftliche Stabilität in den Vordergrund stellt. Darüber hinaus wird der Handelskrieg einige Gewinner hervorbringen. Unser Fokus auf Qualität in Asien umfasst Unternehmen wie Samsung Electronics aus Korea. Dieses Unternehmen dürfte davon profitieren, dass China die Lieferkette für Technologie regionaler ausrichten möchte.

Es ist offensichtlich, dass die vergangenen zwei Monate außergewöhnlich waren. Wir haben jedoch unsere Anlagen bereits durch andere Krisen gesteuert, die allesamt ihre eigenen Gegebenheiten hatten, die sie „beispiellos“ machten. Mit unserem Anlageprozess konnten wir bereits 25 Jahre lang durch die Wirtschaftslandschaft steuern. An diesem Prozess festzuhalten, ist jetzt wichtiger denn je.