

Informationen für Anleger

VALUE EQUITY

Der Brexit und die Reue danach

Reue nach dem Ja zum Brexit?

Ein Wort war für die Märkte in letzter Zeit ausschlaggebend: Brexit. Im Verlauf des zweiten Quartals richtete sich das Augenmerk zunehmend auf das Referendum im Vereinigten Königreich. Die Meinungsumfragen tendierten mal in die eine und mal in die andere Richtung. In den Tagen vor dem 23. Juni schienen die Märkte für einen Sieg der Unterstützer für einen Verbleib in der EU positioniert zu sein. Das Ergebnis erschütterte daher die Märkte, die versuchten, jegliches Risiko zu vermeiden. Der Goldpreis stieg und Anleiherenditen sowie Aktien gaben nach, wobei sich zyklische Sektoren schlechter entwickelten als defensive Sektoren und Value-Werte schlechter als Wachstumswerte.

Der Schreck hat mittlerweile ein wenig nachgelassen. Und eines ist deutlich geworden: Die Märkte reagierten nicht panisch mit wahllosen Verkäufen sämtlicher Vermögenswerte. Die weltweiten Aktien sind in etwa auf dem gleichen Niveau wie vor der Brexit-Entscheidung. Die Kurse von Bankaktien mussten deutliche Verluste hinnehmen, aber eine Kreditkrise ist nicht zu erkennen. Credit Default Swaps und die marginalen Refinanzierungskosten zeigten keine allzu heftigen Reaktionen. Das ist beruhigend, wenn auch nicht völlig überraschend, denn der Finanz- und der Unternehmenssektor im Allgemeinen sind in deutlich robusterer Verfassung als vor wenigen Jahren.

Die Finanzmärkte dürften jedoch noch einige Zeit lang volatil bleiben. Im US-Präsidentenwahlkampf rumort es weiter. Im Vereinigten Königreich kündigte David Cameron zwar unmittelbar seinen Rücktritt an, gab allerdings auch bekannt, dass er das Verfahren nach Artikel 50 nicht in Kraft setzen wird; der Antrag nach Artikel 50 wird als die förmliche Verpflichtung angesehen, innerhalb von zwei Jahren aus der EU auszutreten. Er überließ diesen Schritt stattdessen seinem Nachfolger im Amt des Vorsitzenden der Konservativen Partei und des Premierministers. Es wurde daher viel darüber spekuliert, ob und wann diese entscheidende Maßnahme tatsächlich ergriffen wird.

Die politische Situation befindet sich in einem dramatischen Wandel. Der Kampf um die Führung der Konservativen Partei dauert an, allerdings wurden die Hoffnungen von Boris

Johnson, der wesentlich am Erfolg der Austrittsbefürworter beteiligt war, von der deutlichen Kritik seines ehemaligen Unterstützers Michael Gove zunichte gemacht. Die Spitzenkandidaten sind Theresa May, Andrea Leadsome und Michael Gove. Unterdessen gab Nigel Farage sein Amt als Vorsitzender der UKIP auf, während die Labour-Partei in Aufruhr ist. Die Abgeordneten der Labour-Partei versuchen sich ihres Vorsitzenden Jeremy Corbyn zu entledigen, da er im Parlament keine wirkungsvolle Opposition bietet und es ein Fehler gewesen sei, sich nicht eindeutig für einen Verbleib in der EU stark gemacht zu haben. Bisher lehnt Corbyn einen Rücktritt mit dem Argument ab, dass er immer noch die Unterstützung der Parteibasis habe.

Wir wissen daher nicht, wer zukünftig die wichtigsten politischen Parteien und die Regierung des Vereinigten Königreiches führen wird. Wir wissen auch nicht, welche Verhandlungsposition gegenüber der EU eingenommen wird, da über zahllose Szenarien debattiert wird. Ein wichtiger Punkt wird das Gleichgewicht zwischen dem Zugang zum EU-Binnenmarkt und der Personenfreizügigkeit sein. Es gibt Stimmen, die die neue Regierung zur Ausrufung von Parlamentswahlen auffordern, um die anstehenden schwierigen Aufgaben mit einem neuen demokratischen Mandat anzugehen. Andere Stimmen fordern ein weiteres Referendum, sobald ein ungefähres Konzept einer möglichen Einigung mit der EU ausgearbeitet ist. Wieder andere Stimmen sind der Meinung, „Brexit heißt Brexit“ und es gebe kein Zurück.

Die einzige Gewissheit hinsichtlich des Brexit ist also, dass es keine Gewissheit gibt. Die EU steht vor dem Dilemma, dass niemand von einer restriktiven Regelung profitiert, eine liberale Regelung jedoch europaskeptische Bewegungen in anderen Ländern ermutigen könnte. Marine Le Pen verlangt lautstark nach einem Referendum in Frankreich. Wenngleich auf allen Seiten mit politischem Gehabe zu rechnen ist, gehen wir davon aus, dass die Verhandlungen von ernsthaftem Pragmatismus geleitet werden – dem Wunsch nach möglichst geringen wirtschaftlichen Folgen für das Vereinigte Königreich und andere Länder.

Zinssätze

Die unmittelbar eingesetzte Risikoscheu führte zu fallenden Aktienkursen, einem steigenden Goldpreis und rückläufigen Anleiherenditen. Diese Reaktion ließ teilweise nach, doch kann man sagen, dass die Marktstimmung abwartend bleibt. Anleiherenditen und Zinserwartungen haben zweifelsohne einen deutlichen Einfluss auf Aktien und insbesondere auf Aktien des Finanzsektors. Seit der Abstimmung sanken die Anleiherenditen in allen Schlüsselmärkten und die Wahrscheinlichkeit einer erneuten Zinsanhebung durch die Fed in diesem Jahr schwand.

Deutliche Anstiege bei den Renditen scheinen unwahrscheinlich, während die politische Unsicherheit hoch ist. Im weiteren Jahresverlauf sollte sich jedoch im Vereinigten Königreich und in den USA ein gewisses Maß an politischer Klarheit entwickeln. In den USA war die gesamtwirtschaftliche Entwicklung einigermaßen ermutigend, allerdings bleibt abzuwarten, welchen Einfluss die Brexit-Abstimmung haben wird. Die US-Kerninflation (PCE) stieg langsam an in Richtung des 2%-Ziels der Fed. Allerdings konnte der Dollar zwischenzeitlich zulegen, was in der Regel zu niedrigeren Inflationserwartungen führt. Die Rohstoffpreise entwickelten sich seit dem Referendum uneinheitlich, das Gesamtbild bleibt jedoch von den deutlichen Verlusten 2015 und den Tiefstständen Anfang 2016 bestimmt. Unter sonst gleichen Bedingungen könnte daher die Gesamtinflation (die auch Lebensmittel- und Energiekosten berücksichtigt) im weiteren Jahresverlauf ansteigen. Während die Fed ihr Augenmerk in der Regel auf die Kerninflation legt, würde ein Anstieg der Gesamtinflation üblicherweise einen Aufwärtsdruck auf langfristige Zinsen ausüben. Während die Zinsen also zurzeit von politischen Sorgen belastet werden, dürfen wir die Existenz dieses Aufwärtsdrucks nicht vergessen.

Auswirkungen auf die Aktienmärkte

Der Brexit war eindeutig ein Schock. Doch lassen Sie uns das Ereignis in den Kontext einordnen. Insgesamt lieferten Aktien im zweiten Quartal positive Renditen, selbst nach dem Schock, der unmittelbar auf das Referendum folgte. Von April bis Juni legten unsere globalen Industrieländerfonds rund 1-2% zu und unsere globalen Schwellenländerfonds stiegen um über 5%.

Wir berichteten bereits von den Verbindungen zwischen den Zinssätzen und der Wertentwicklung von Value-Aktien im Verhältnis zu Wachstumsaktien. Value-Aktien verzeichneten im zweiten Quartal größtenteils eine bessere Wertentwicklung als Wachstumsaktien, verloren allerdings ein wenig an Boden, als die Anleiherenditen in der Folge des Referendums nachgaben. Allgemein gesagt entwickelten sich Titel mit hohem Beta schlechter als Titel mit niedrigem Beta, zyklische Titel schlechter als defensive Titel und günstige Aktien schlechter als teure Aktien. Vor diesem Hintergrund

erzielten unsere globalen Industrieländerfonds seit dem Ergebnis des Referendums eine etwas schlechtere Rendite als der MSCI World Index, während unsere globalen Schwellenländerfonds sich gleichauf mit dem MSCI Emerging Market Index entwickelten.

Wir sollten dies allerdings auch nicht zu stark vereinfachen. Es ist richtig, dass die Märkte, wie oben ausgeführt, in den wenigen Tagen seit dem Referendum auf viele der in den letzten Jahren beherrschenden Risikovermeidungsstrategien zurückgriffen. Dennoch war die Sektorentwicklung dieses Jahr uneinheitlich. Energie und Grundstoffe entwickelten sich stark, wie wir nachfolgend noch weiter erörtern werden. Eine der schlechtesten Wertentwicklungen des Jahresbeginns verzeichnete derweil der defensive Sektor Gesundheitswesen, auch weil im US-Präsidentenwahlkampf eine harte Debatte um Arzneimittelpreise geführt wurde. Wir sind im Allgemeinen der Auffassung, dass Aktien des Gesundheitswesens in den letzten Jahren teuer waren, einzelne Titel jedoch infolge der schwachen Wertentwicklung zu Jahresbeginn attraktiver erschienen. Unter anderem aufgrund dieses uneinheitlichen Bildes sehen wir Chancen in verschiedenen Sektoren, einschließlich in einigen der defensiveren Bereiche. Die Marktturbulenzen eröffnen Stock Picking-Fonds die Chance auf Anlagen, die die langfristigen Renditen antreiben können. Wir sind deshalb auf der Suche.

In den letzten Jahren fanden wir Anlagen in Biotechnologieunternehmen schwierig. Der Sektor kennzeichnet sich gewöhnlich durch hohe Bewertungen, und wenngleich dies angesichts der fundamentalen und strukturellen Faktoren zu einem gewissen Maße gerechtfertigt ist, erschienen uns die Bewertungen in den letzten Jahren schlicht zu überzogen. Allerdings gaben die Bewertungen zuletzt ein wenig nach. Darüber hinaus ist eine häufige Folge von überzogenen Sektorbewertungen, dass Unternehmen, die nur leicht ins Schlingern geraten, übermäßig abgestraft werden. Kürzlich legten wir in dem Pharmaunternehmen Gilead Sciences an. Der Kurs der Aktie ist seit Mitte 2015 deutlich gefallen. Sie ist in gewissem Maße das Opfer ihres eigenen Erfolgs. Die wegweisende Hepatitis-Behandlung des Unternehmens behandelt Patienten nicht nur, sondern ermöglicht auch eine wirksame Heilung, was zwar gut für die Patienten ist, den potenziellen Markt jedoch einschränkt. Wir sind uns bewusst, dass das Gewinnwachstum in den nächsten Jahren begrenzt ist, allerdings hat dies die Bewertung auf ein sehr niedriges Niveau gedrückt. Wir sehen für das Unternehmen die Möglichkeit, seine Hauptgeschäftsbereiche im Bereich HIV und Lebererkrankungen zu sichern oder gar auszuweiten. Die Cashflow-Generierung ist unterdessen mit einer zweistelligen freien Cashflow-Rendite und einer bollwerkgleichen Bilanz sehr solide.

Fokus auf die Unternehmensebene

Wir stellen fest, dass die Bewertungen von Value-Werten im Vergleich zu Wachstumswerten aus langfristiger Perspektive attraktiv wirken. Konkret deuten unsere Fondspositionen auf gesunde Abschlüsse auf langfristige Unternehmenswerte hin. Uns ermutigen die niedrigen ergebnisbasierten Bewertungskennzahlen, allerdings stellen wir im aktuellen renditehungrigen Umfeld auch fest, dass unsere globalen Industrie- und Schwellenländerfonds höhere Dividendenrenditen bieten als ihre Referenzindizes.

Zudem ist es in Zeiten wie diesen, in denen politische Ereignisse die Märkte bestimmen, wichtig, sich in Erinnerung zu rufen, dass der Fonds in den langfristigen Wert der jeweiligen Unternehmen anlegt. Was passiert in den Unternehmen? Wie entwickelt sich ihre Produktivität? Man sollte nicht vergessen, dass Unternehmen in den letzten acht Jahren eine Vielzahl von Krisen bewältigen mussten, sie Maßnahmen zur Stärkung der Bilanzen und Kostenstrukturen einleiteten und trotz allem noch den Schwerpunkt auf die Weiterentwicklung ihrer Geschäfte legen konnten. Natürlich werden Unternehmen stark von aktuellen politischen Ereignissen beeinflusst, doch sehen wir in solchen Momenten im Unternehmenssektor oft mehr Optimismus und langfristige Zukunftsperspektiven als im Finanzsektor, der binnen kurzer Zeit versucht, große politische Risiken zu verarbeiten und zu quantifizieren.

Neben gesamtwirtschaftlichen, politischen, Wachstums-/Value-, regionalen, sektoralen, Währungs- und zyklischen/defensiven Faktoren sind die Positionen unserer Fonds einer Reihe von weiteren Faktoren ausgesetzt. Unternehmen können viele und unterschiedliche Impulse erhalten, die Werte auf einer fundamentalen Ebene freigeben können. Hieraus bezieht der Fonds seine Diversität.

Die Impulse können sich auf Sektorebene befinden, wie etwa Preiserholungen bei verschiedenen Produkten und Rohstoffen, neue Markttrends oder wechselnde Produktzyklen, neue Vorschriften und Sektorkonsolidierung. Unternehmen können durch Restrukturierungen, Aufspaltungen, Ausgliederungen, ein neues Management, wechselnde Strategien und Kostenreduzierungen für niedrigere Gewinnschwellen ihr Schicksal allerdings auch selbst in die Hand nehmen. Die Unternehmensgewinne können sich aufgrund neuer Produkte oder einer verbesserten Produktpalette erholen. Wir beobachten bei Unternehmen mit erhöhten Cashflows einen Wandel in der Nutzung von Überschusskapital, das nun für Übernahmen, Aktienrückkäufe und Dividendenerhöhungen verwendet wird. Wenn kurzfristige Volatilität vorherrscht, bieten Besicherung, versteckte Werte oder – ganz klassisch – niedrige Bewertungen mit Potenzial für eine deutliche Rückkehr zum Mittelwert Beruhigung. Gewiss sehen sich Unternehmen mit

Herausforderungen und Gegenwind konfrontiert, doch wir dürfen nicht vergessen, dass es sich um eine vielfältige Reihe von Unternehmen handelt, die über eine gewaltige Auswahl an Hilfsmitteln verfügen.

Ein Beispiel ist Maersk, dessen Group CEO sich zurückzog und vom Maersk Line CEO Søren Skou ersetzt wurde. Die Aufgabe des neuen CEO ist die Suche nach einer neuen Strategie, die künftig die Aktienrenditen verbessert, während das Unternehmen in seinen Hauptgeschäftsfeldern Seetransport und Öl mit Gegenwind kämpft. Spekulationen über eine mögliche Aufspaltung des Konzerns wurden hiervon neu angefacht. Die mögliche Aufspaltung von Maersk Line, Maersk Oil, Terminals, Drilling, Damco, Svitser und Supply Services könnte die getrennte Notierung einzelner Bereiche bedeuten, oder die Ausweitung einiger und den Verkauf anderer Geschäftsbereiche. Wir werden beobachten, welche Gestalt die neue Strategie annimmt. In der Zwischenzeit ist es nicht unmöglich, dass Konsolidierung und Disziplin im Containermarkt zu einer rationaleren Preisgestaltung führen. Es ist vor allem ermutigend zu wissen, dass die Unternehmensführung die Probleme erkannt hat und entschlossen ist, die Erwartungen der Anleger zu erfüllen.

Ein weiteres Beispiel ist das Unternehmen Philips, das sich über die vergangenen zehn Jahre gewandelt hat. Der einstige Konzern mit Hauptaktivitäten im Rohstoffbereich und der volatilen Unterhaltungselektronik wandelt sich in ein Unternehmen, das sich vermehrt auf die Bereiche Gesundheitswesen und Consumer Lifestyle konzentriert und so in Endmärkten mit stabilem Wachstum und höherer Wertschöpfung operiert. Der letzte Schritt in diesem Prozess war der Börsengang des Beleuchtungsgeschäfts zu Beginn des Jahres.

Wenngleich Philips im Bereich Beleuchtung weltweiter Marktführer ist, ist der Geschäftsbereich im Vergleich zu den anderen Teilbereichen vergleichsweise klein geworden. Er lieferte 2015 rund ein Fünftel des Konzernumsatzes, verzeichnete die niedrigste Rentabilität und die höchste Gewinnvolatilität. Dies erklärt auch, warum diese strategische Entscheidung dabei helfen kann, den Konglomeratsabschlag freizugeben, der Philips in der Vergangenheit anhing. Ferner wird der restliche Teil von Philips vermehrt mit anderen Herstellern von Gesundheitsgeräten verglichen werden, die aufgrund attraktiverer Endmärkte in der Regel zu höheren Kennzahlen gehandelt werden.

Rohstoffe

Der Energie- und der Grundstoffsektor entwickelten sich angesichts steigender Öl- und Rohstoffpreise in den letzten Monaten stark. Die zugrunde liegenden Faktoren variieren je nach Rohstoff ein wenig, aber insgesamt scheinen die meisten Rohstoffe nach dem deutlichen Preisverfall der

vergangenen Jahre die Talsohle hinter sich gelassen zu haben. Dies führte auch zu einigen deutlich positiven Aktienkursbewegungen – vielleicht eine Erinnerung daran, dass nicht alles haargenau der Zweiteilung „Risiko an“ / „Risiko aus“ entspricht.

Im Verlauf des zweiten Quartals stieg der Preis für Brent-Rohöl von 41 USD auf fast 50 USD. Die US-amerikanische Energy Information Administration erhöhte aufgrund gestiegener BIP-Wachstumserwartungen in den Schwellenländern jüngst ihre Prognose für die Ölnachfrage. Gleichzeitig senkte sie die Erwartungen an das Angebot, da sie nun davon ausgeht, dass die nordamerikanische Produktion stärker als zuvor angenommen abnehmen wird und aufgrund kurzfristigerer Angebotsunterbrechungen durch soziale Unruhen in Ländern wie Nigeria, Libyen und Irak sowie der Waldbrände in Kanada. Diese Entwicklungen stützen den Ölpreis, allerdings räumen wir ein, dass die Situation Anfang 2015 ähnlich war und Angebot und Nachfrage im weiteren Jahresverlauf aus dem Gleichgewicht gerieten. In Bezug auf die weltweiten Aktienmärkte waren Energietitel im bisherigen Jahresverlauf und im zweiten Quartal, in dem sie eine Rendite von 13% in EUR erzielten, der stärkste Sektor. Allerdings lag dies deutlich unter dem Ölpreisanstieg um 22%, und auch nicht alle Energieaktien verzeichneten eine so gute Wertentwicklung. Man kann nicht von einer Rally sprechen und die Stimmung ist möglicherweise immer noch abwartend. Wir denken, dass wir die Talsohle noch nicht vollständig verlassen haben und die bevorstehende Berichtssaison entscheidend sein wird, um festzustellen, ob auch die Unternehmen Licht am Ende des Tunnels sehen.

Der Grundstoffsektor zeigt mit steigenden Preisen für fast alle Industriemetalle aufgrund sich verbessernder Fundamentaldaten der Schwellenländer ebenfalls Anzeichen einer Erholung. In jüngster Zeit löste der Brexit eine Rally bei Edelmetallen wie Gold aus, die als sicherer Hafen gelten. Bei unseren Industrieländerfonds legten der Eisenerzförderer Rio Tinto und der Drahthersteller Bekaert jeweils um 11% zu, während bei unseren Schwellenländerfonds der Gold- und Kupferförderer Buenaventura ein deutliches Plus von 67% verzeichnete.

Robuste Schwellenländer

Wir sind seit geraumer Zeit der Ansicht, dass Schwellenländeraktien nach Jahren schwacher Renditen günstig sind. Einige der Hauptprobleme waren schwächere Währungen, rückläufige Kapazitätsauslastungen, politische Instabilität und sinkende Rohstoffpreise. Wir haben bereits festgestellt, dass es sich um ein vielschichtiges Universum handelt und sich viele dieser Faktoren in beide Richtungen auswirken: Während die niedrigeren Rohstoffpreise Länder wie Brasilien und Russland deutlich belasteten, boten sie Energie-Nettoimporteuren eine Dividende. Während die

Politik in vielen Ländern schädlich war (man denke auch hier wieder an Brasilien und Russland), war sie in anderen Ländern förderlich (zum Beispiel im Falle der indischen Reformagenda).

Insgesamt scheint der Gegenwind teilweise abzuflauen. Wir stellen fest, dass das BIP-Wachstum in den Schwellenländern im Vergleich zu den Industrieländern seit einigen Jahren abnimmt, allerdings könnte sich dieser Abstand künftig stabilisieren. Schwellenländerwährungen gaben unterdessen teilweise nach, da die Inflation im Vergleich zu den Industrieländern anstieg. Doch dieser Abstand könnte bald schwinden. Viele Länder, die als anfällig für einen starken US-Dollar gelten, wurden bereits 2015 in Mitleidenschaft gezogen, als viele die Gerüchte über Zinserhöhungen der Fed für bare Münze nahmen. In der Zukunft könnten Schwellenländerwährungen gegenüber dem Dollar widerstandsfähiger werden, was positive Auswirkungen auf die Gewinnmargen haben könnte. Wir verzeichnen für den Zeitraum von Januar bis Juni 2016 bei den globalen Schwellenländern auf Indexebene einen Zuwachs von 4,5%, wohingegen unsere Fonds um fast 7% zulegen.

Fazit

Es ist nicht zu übersehen, dass die allgemeine Stimmung der letzten Wochen von Schock und Verunsicherung bestimmt wurde. Wir sind der Ansicht, dass die politische Unsicherheit noch eine Weile andauern wird. Allerdings gibt es, wie weiter oben erwähnt, politische Prozesse – Wahlen, Führungswettstreite, Verhandlungen – die Fortschritte machen und schlussendlich für eine größere Transparenz sorgen werden. In der Zwischenzeit sollten wir nicht vergessen, dass sich die Märkte in einer einigermaßen geordneten Weise verhielten. Die Aktienrenditen waren im zweiten Quartal positiv, und seit der Brexit-Entscheidung entwickelten sich Aktien weltweit relativ flach. Es ist ein gewisses Maß an Volatilität vorhanden und wie immer werden wir nach Chancen Ausschau halten, die sich hieraus ergeben. Beim Betrachten unseres Portfolios ermutigen uns die Bewertungen, die grundlegenden Geschäftsentwicklungen und die Vielfalt von Impulsen zur Verbesserung der langfristigen Unternehmenswerte.

Redaktionsschluss: 6. Juli 2016

Sparinvest ist Unterzeichner der UN-Grundsätze für verantwortungsbewusstes Investment (UN-PRI) und Mitglied des Eurosif und des Dansif.

UN PRI ist eine durch die Vereinten Nationen unterstützte Initiative internationaler Anleger, die auf den sechs Grundsätzen für verantwortungsbewusstes Investment basiert. Es wird angestrebt, Anlegern aktiv zu helfen, ökologische, soziale und Governance-Kriterien in ihren Anlagen zu berücksichtigen.

Unterzeichner der



Der angegebene Fonds ist ein Teilfonds von Sparinvest SICAV, einer offenen Investmentgesellschaft luxemburgischen Rechts. Für weitere Informationen verweisen wir auf den Verkaufsprospekt, die „Wesentlichen Informationen für Anleger“ sowie den aktuellen Jahresbericht bzw. Halbjahresbericht des Sparinvest SICAV, die ebenso wie die ursprüngliche und jegliche nachfolgend geänderte Satzung des Fonds bei den Niederlassungen von Sparinvest oder bei den ernannten Vertriebsstellen angefordert werden können. Anlagen werden nur auf der Grundlage dieser Dokumente getätigt. Vergangene Wertentwicklungen bieten keine Garantie für die künftige Entwicklung. Angelegte Gelder unterliegen einem Verlustrisiko. Fremdwährungsanleihen sind Wechselkursschwankungen unterworfen. Für Anlagen in Schwellenländern besteht ein erhöhtes Risiko. Die angegebene Performance wird als Verhältnis von Nettoinventarwert zu Nettoinventarwert in der Basiswährung des Fonds ohne Berücksichtigung von Zeichnungsgebühren berechnet. Vertretung und Zahlstelle für Anleger in der Schweiz ist: Société Générale, Paris, Zweigniederlassung Zürich, Talacker 50, Postfach 5070, CH-8021 Zürich. Veröffentlicht von Sparinvest S.A., 28, Boulevard Royal, L-2449 Luxemburg.