



Februar 2023

## AUSBLICK AUF 2023: Was kommt **nach dem Great Reset?**

*Von Alexander Roose, Head of Equities und Co-Portfoliomanager  
des Fonds DECALIA Sustainable SOCIETY*

Während der Jahresauftakt 2022 für die Aktienmärkte mit einer gewaltigen Verkaufswelle begann, die ein sehr schwarzes Jahr einläutete, deuten Anfang 2023 ermutigende Signale auf eine Trendwende hin.

Lesen Sie die Kommentare von Alexander Roose zu folgenden Themen:

- **Zwei Trendwenden in den letzten Monaten des Jahres 2022**
- **Gefahren einer übermäßigen Konzentration auf die makroökonomische Gemengelage**
- **Auswirkungen der erneuten Öffnung Chinas**
- **Risiken weiterer Kurskorrekturen von Anlagen mit längerer Duration**
- **Entscheidende Rolle eines thematischen Rahmens in einem Investmentprozess**
- **Der thematische Ansatz von DECALIA**

# Was kommt nach dem Great Reset?

Während der Jahresauftakt 2022 für die Aktienmärkte mit einer gewaltigen Verkaufswelle begann, die ein sehr schwarzes Jahr einläutete, deuten Anfang 2023 ermutigende Signale auf eine Trendwende hin.

Kurz vor Redaktionsschluss oszillieren alle Leitindizes - beflügelt durch zwei markante Trendwenden und die rückläufige Headline-Inflation in den beiden letzten Monaten - eindeutig im grünen Bereich. Erstens kommt Europa dank niedrigerer Gaspreise und (daher) konsumfreudigerer Verbraucher wieder auf die Beine.

Noch im Spätsommer 2022 war die Anlegerstimmung angesichts der Befürchtung einer unmittelbar bevorstehenden, unausweichlichen Rezession und der großen Frage, ob Europa den Winter ohne Blackouts überstehen würde, extrem pessimistisch.

Zweitens kam es in China zu einer noch erstaunlicheren Trendumkehr, kurz nachdem das Land im Anschluss an den 20. Parteitag der Kommunistischen Partei im Oktober als „nicht investierbar“ eingestuft worden war.

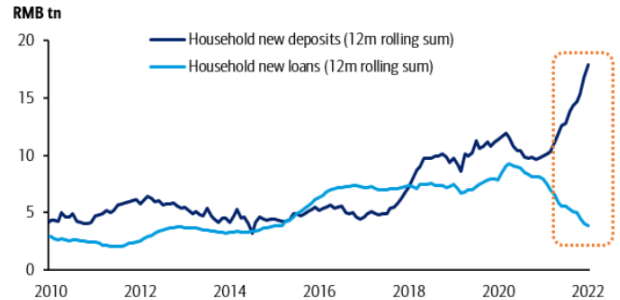
Obwohl die negative Stimmung in China noch ausgeprägter war, waren die Ähnlichkeiten mit Europa verblüffend. Selten wurde die Investment Community so plötzlich auf dem falschen Fuß erwischt: die chinesische Regierung rückte bereits kurz nach dem Parteitag inoffiziell von ihrer Nullzins-Politik ab, was eine massive Rallye bei chinesischen Aktien auslöste, die auch im neuen Jahr anhielt (mehr dazu weiter unten).

Man fragt sich vielleicht, warum diese beiden Ereignisse überhaupt der Erwähnung wert sind, zumal sie vor unserer Nase passiert sind und von den Aktienmärkten vermeintlich bereits eingepreist waren. Die Antwort umfasst zwei Aspekte:

- Makroökonomische Entwicklungen sind von Natur aus erratisch. Eine Prognose gelingt selten fehlerfrei. Folglich sollten Top-Down-Erwägungen in einem Rahmen für Aktienanlagen auf keinen Fall ausschließlich auf makroökonomischen Aspekten beruhen - ganz im Gegenteil! Wir sind der Auffassung, dass ein **bewährter (multi-)thematischer Investmentprozess als Stabilitätsanker und Wegweiser für die Nutzung langfristiger Trends ausschlaggebend ist.**

- **Die Märkte weigern sich hartnäckig, zu liefern, was für sie prognostiziert wurde.** Selten lag ein so einhelliger Konsens der Sell-Side-Strategen wie Ende 2022 vor. Eine Rezession galt für 2023 als gesichert, sogar in den USA. Lediglich das Timing war ungewiss, und die Gewinnprognosen sollten deutlich nach unten korrigiert werden. Dieser **Konsens bröckelt sichtlich angesichts der großen Bandbreite potenzieller - positiver oder negativer - makroökonomischer und geopolitischer Ereignisse, die uns 2023 bescheren wird.** Obwohl wir nicht beanspruchen, Experten für Makroökonomie zu sein, ist die erneute Öffnung der chinesischen Wirtschaft unserer Ansicht nach die wichtigste Trumpfkarte für 2023, vor allem, wenn man bedenkt, welch enormes Potenzial das angehäuften Sparvermögen nach dem zweijährigen Lockdown angesichts des Nachholbedarfs darstellt (siehe nachstehende Grafik).

China: Neue Einlagen und neue Kredite im Vergleich



Source: BofA Global Research, CEIC, PBoC

Wie die Grafik zeigt, hat sich das Sparvermögen fast verdoppelt und beläuft sich nun auf fast 2 Billionen USD. Obwohl sich die Risikoaversion chinesischer Verbraucher nicht mit der von US-Konsumenten vergleichen lässt (vor allem nach den traumatischen zweijährigen Ausgangsbeschränkungen), könnte sich eine Rückkehr dieses Sparvermögens zum Mittelwert (Mean Reversion-Trend) mit der Zeit als starker Stützfaktor für die chinesische und die Weltwirtschaft erweisen. Gleichzeitig könnte diese Rückkehr sich aber auch als Stellgröße für einen Anstieg der Inflation im späteren Jahresverlauf erweisen und somit die Hoffnung der Anleger auf eine weniger restriktive Haltung der Zentralbanken zunichte machen.

**Auch wenn die Aktienmärkte im Jahr 2023 unseres Erachtens nicht in ruhigem Fahrwasser navigieren dürften, gibt es dennoch die Hoffnung, dass die Gefahr einer (gravierenden) Rezession nachlassen könnte.**

Der geneigte Leser könnte sich ferner fragen: Worauf zielt die Überschrift ab? Nun, der Titel bezieht sich auf die sich schließende Lücke zwischen sogenannten Value-Titeln und Wachstumswerten, mit anderen Worten, den Great Reset, die in den letzten fünfzig Jahren nur bei drei Anlässen eingetreten ist (siehe nachstehende Grafik):

Global MSCI Value- und MSCI Growth-Index im Vergleich (relative Jahresrenditen)



Quelle: Berenberg Research, Eikon

Wir haben es immer abgelehnt, Aktien in Value- oder Wachstumsschubladen zu stecken, schon gar nicht anhand des KGV, oder schlimmstenfalls des KBV, wie beim MSCI-Verfahren.

## Was kommt nach dem Great Reset?

Wir halten die **Analyse der FCF-Renditen und der qualitativen Elemente für die Bewertung der Robustheit eines Geschäftsmodells für sinnvoller**, unabhängig davon, ob die FCF-Generierung eher in der Gegenwart (wie bei Aktien mit kurzer Duration) oder zu einem späteren Zeitpunkt erfolgt (d.h. bei Vermögenswerten mit langer Duration).

Howard Marks bringt dies in seinem hervorragenden Memo („Something of Value“ genau auf den Punkt: *„Not everything that counts can be counted, and not everything that can be counted counts“* (Nicht alles, was zählt, kann auch gezählt werden, und nicht alles, das gezählt werden kann, zählt).

Die vorstehende Grafik ermöglicht einige interessante Schlussfolgerungen:

- Wie bereits erwähnt, **kam es bisher nur wenige Male zu einem derartigen Great Reset, in dessen Folge die Performance-Diskrepanz jeweils immer erheblich schrumpfte**. Dies war sogar nach dem Jahr 2000 der Fall, als die Bewertungen von Wachstumswerten mit höheren Marktkapitalisierungen in astronomische Höhen schnellten und anders als 2022 kaum auf die Free-Cashflow-Generierung zurückzuführen waren. **Folglich ist ein ausschließlich auf dem Value-Stil beruhender Investmentansatz für Aktien, für den einige Sell-Side-Strategen plädieren, wohl kein zielführendes Erfolgsrezept für die Zukunft.**

Aus demselben Grund empfiehlt es sich nach der deutlichen Korrektur von Small- und Mid Caps im Vergleich zu ihren größeren Pendanten im Jahr 2022, auch kleinere Unternehmen im Investmentprozess in Betracht zu ziehen – dies ist eines der wichtigsten Merkmale des thematischen Investmentansatzes von DECALIA.

- Auslöser des Great Resets ist in erster Linie die Steilheit des Zinserhöhungszyklus von 2022 in den Industrieländern, der in massiven Kursrücksetzern bei Assets mit längerer Duration (parallel zu den übertrieben hohen Bewertungen bestimmter Segmente) gipfelte.
- Angesichts der Anzeichen für einen Rückgang der Inflation (z.B. der am 26. Januar veröffentlichte US-PCE-Preisindex) und der stabilen Prognosen für den Endzins der letzten Monate stellt sich die Frage, ob die **Risiken weiterer Kursrückschläge bei Assets mit längerer Duration deutlich abgenommen haben**, zumal einige dieser Vermögenswerte derzeit höhere FCF-Renditen bieten als Assets mit kürzerer Duration – und das bei besseren Wachstumsaussichten in einer Welt voller Unwägbarkeiten. Sind die hartnäckige Lohnkosteninflation in den USA und die bereits genannte erneute Öffnung Chinas die berühmten Kanarienvögel im Kohlebergwerk, d.h. Frühindikatoren für eine bevorstehende Gefahr?

In Zukunft sollte beim Portfolioaufbau ein ausgewogener Aktienansatz dominieren: die richtige Mischung aus Unternehmen mit *attraktivem Wachstum zu angemessenen Preisen* und *kostengünstigen, aber intakten Geschäftsmodellen*.

**Wir sind davon überzeugt, dass die Qualität des Geschäftsmodells als Fundament eines Bottom-up-Investmentprozesses und ein langfristiger thematischer Ansatz mit einer gründlichen Analyse der Wertschöpfungskette unumgänglich sind, will man die Spreu vom Weizen trennen.**

Im Rückblick waren die meisten dieser Qualitätsunternehmen Ende 2021 angesichts einer Welt mit höheren Zinsen nicht zukunftssicher – diese Ausgangslage hat sich nach dem Great Reset sicherlich geändert.

**Thematische Anlagen** waren im Jahr 2022 in schwieriges Fahrwasser geraten, doch wir sind inzwischen seit über 20 Jahren fest davon überzeugt, dass das thematische Investieren **sowohl für die Top-down- als auch für die Bottom-up-Dimensionen eines Investmentprozesses gleichermaßen als Stabilitätsanker fungiert** – vor allem angesichts des schnellen Wandels einer komplexen Welt und des Great Resets für Value-Titel und Growth-Werte im Jahr 2022.

Abschließend möchte ich auf die **Grundsätze des thematischen Investmentansatzes von DECALIA** eingehen:

- Identifikation und kontinuierliche Prüfung langfristiger Trends, von denen die Welt in den kommenden Jahren geprägt sein wird
- Gründliche Analyse der Wertschöpfungskette, bei der sich herausstellt, welche Unternehmen in einem bestimmten Segment ihrer Wertschöpfungskette über dauerhafte und hochwertige Geschäftsmodelle (und ggf. auch über das Potenzial zur Erzielung von positivem Impact) verfügen
- FCF-Generierung und Wachstum sowie eine solide Bilanz sind Kernelemente bei der Bewertung
- Ausgewogener ESG-Ansatz mit internen quantitativen und qualitativen Analysen
- Keine Präferenz in Bezug auf die Marktkapitalisierung, unterbewertete Mid Caps als Quelle für Alpha-Generierung

## What after the Great Reset ?



Alexander Roose, Head of Equities und Co-Portfoliomanager des Fonds DECALIA Sustainable SOCIETY

### Über den Fonds DECALIA Sustainable SOCIETY

- Ein **multi-thematischer** globaler Aktienfonds, der in innovative Sektoren und disruptive Unternehmen investiert,
- die die Zukunft unserer Gesellschaft gestalten Schwerpunkt auf **sieben Anlagethemen: Security, O2 & Ecology, Cloud & Digitalization, Industrial 5.0, Elder & Well being, Tech Med und Young Generation**, abgekürzt „**SOCIETY**“. Der Fonds wird von einem **erfahrenen Team** verwaltet:
- Alexander Roose (zuvor CIO Fundamental Equity bei Degroof Petercam AM) und Quirien Lemey (zuvor Lead PM eines multithematischen Fonds bei Degroof Petercam AM)

O2 & Ecology ist eines der sieben Oberthemen des **DECALIA Sustainable SOCIETY**, dessen Unternehmen die Zukunft unserer Gesellschaft gestalten. Die fünf Unterthemen Wasserstoff, Solarenergie, Isolierung, Kreislaufwirtschaft und Siliziumkarbid wurden in der Artikelreihe **DECALIA Ecology Series** ausgeführt. Ein weiteres Thema wird im Jahresverlauf 2023 in der Reihe **DECALIA Wellness Series** besprochen.

### Über DECALIA SA

Die 2014 gegründete DECALIA SA ist eine Schweizer Vermögensverwaltungsgesellschaft mit mehr als 70 Mitarbeitern und einem verwalteten Vermögen von 4,9 Milliarden Eur. DECALIA ist schnell gewachsen, vor allem dank des erfahrenen und aktiven Managements der Gründer, dass in den letzten 30 Jahren aufgebaut wurde.

Die von DECALIA entwickelten Strategien konzentrieren sich auf vier langfristig aussichtsreiche Anlagethemen: die Disintermediation des Bankensektors, die Suche nach Rendite, langfristige Trends und Marktineffizienzen. DECALIA wird von der FINMA reguliert. Neben dem Hauptsitz in Genf unterhält die Gruppe Niederlassungen in Zürich und Mailand, sowie Vertriebsstellen für den DECALIA SICAV in Spanien und Deutschland.

Copyright © 2022 by DECALIA SA. All rights reserved. This report may not be displayed, reproduced, distributed, transmitted, or used to create derivative works in any form, in whole or in portion, by any means, without written permission from DECALIA SA.

This material is intended for informational purposes only and should not be construed as an offer or solicitation for the purchase or sale of any financial instrument, or as a contractual document. The information provided herein is not intended to constitute legal, tax, or accounting advice and may not be suitable for all investors. The market valuations, terms, and calculations contained herein are estimates only and are subject to change without notice. The information provided is believed to be reliable; however DECALIA SA does not guarantee its completeness or accuracy. Past performance is not an indication of future results.