

MINENFELD ZYKLUSENDE

September 2018

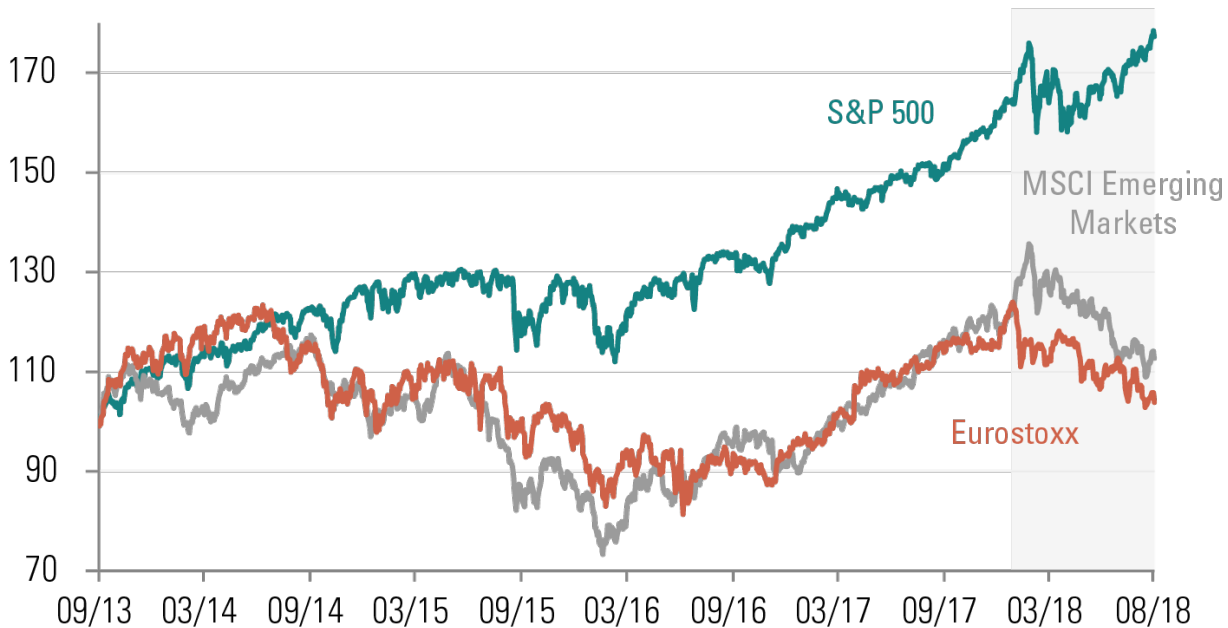
von Didier SAINT-GEORGES
Managing Director and Member of the Investment Committee
03.09.2018

Zu Beginn des Sommers (siehe Carmignac's Note vom Juli „[Kollisionskurs](#)“) wiesen wir auf die Gefahren hin, die das nahende Ende dreier paralleler Zyklen für die Märkte mit sich bringt. Es handelt sich um das Ende des geldpolitischen (Schrumpfen der Liquiditätsblase), des konjunkturellen (Verlangsamung des globalen Zyklus) und des politischen (zunehmender Wirtschaftsnationalismus) Zyklus. Leider bestätigten sich im Sommer die ersten, im Frühjahr beobachteten Einschläge. Die geldpolitische Komponente belastete durch die Austrocknung der Dollar-Liquidität vorwiegend die Schwellenländer. Die konjunkturelle Komponente beeinflusste die Rohstoffpreise und Europa im Gegensatz zu den USA, denen nach wie vor die expansive Politik der Trump-Administration zugutekommt. Die politische Komponente traf vor allem Europa und wieder einmal das Schwellenländer-Universum.

Am Zyklusende ist es stets sehr heikel, den richtigen Kurs einzuschlagen. Denn sobald es erste Opfer gibt – in aller Regel sind dies die Schwächsten –, blasen andere Akteure noch mit aller Kraft zum letzten Gefecht. Es folgen sehr heftige Abweichungen bei der Wertentwicklung zwischen Regionen, Sektoren und Anlageklassen.

**Wenn drei Zyklen gleichzeitig enden, ereignen sich bisweilen seltsame Dinge**

Wertentwicklung der US-amerikanischen, europäischen und Schwellenländer-Aktienmärkte über 5 Jahre (in USD)



Quelle: Carmignac, Bloomberg, 30.08.2018

USA in der Komfortzone des „Bisher läuft alles gut“

Die Wertentwicklung des US-Aktienmarktes hält seit drei Monaten an, und die meisten anderen Märkte wurden abgehängt. So legte der Index S&P500 seit Jahresbeginn um +9 Prozent zu, gegenüber -2 Prozent beim europäischen Index Euro Stoxx und -8 Prozent beim Index für Schwellenländer-Aktien. Diese große Diskrepanz zeigt, dass das politische Thema Halbzeitwahlen in den USA die Aufmerksamkeit der Anleger vorerst nicht von den unmittelbaren Vorteilen der „America First“-Doktrin für ihre Portfolios ablenken kann.

Die Zahlen für das Wirtschaftswachstum liegen mit 4,2 Prozent Wachstum im zweiten Quartal weiterhin spektakulär über unseren Erwartungen. Gleiches gilt für die Unternehmensergebnisse, und der Index für das Verbrauchervertrauen erreichte im Juli seinen höchsten Stand seit fast zwanzig Jahren. Die schon länger bestehende Outperformance des US-Marktes verstärkte sich somit weiter. Die Unterstützung durch die Geldpolitik wird vorerst durch die Fiskalpolitik abgelöst, und der Anstieg des Dollar seit dem Frühjahr spiegelt und fördert den Rückfluss von Kapital in die USA. Daher liegt der Vorteil am Ende dieses Konjunkturzyklus auf Seiten der USA, denn sie profitieren als Einzige von einem Anreiz auf der Zielgeraden. Bis hierher läuft also alles gut.

Am Ende wird die US-Wirtschaftsmaschine die Folgen der weltweiten Verlangsamung jedoch auch spüren. Die Zollschranken und die Sanktionen gegen den Iran werden die US-Verbraucher allmählich belasten, die geldpolitische Straffung wird die vorerst noch sehr günstigen finanziellen Bedingungen verschärfen, und das Ausmaß des haushaltspolitischen Ungleichgewichts wird zutage treten. Der amerikanische Aktienmarkt wird dann von seinem Sockel geholt werden und dabei vermutlich den Dollar schwächen.

Indessen stärken die Sorgen im Rest der Welt die Vorrangstellung des US-Marktes. Es gilt daher, dort zu bleiben und ganz genau auf die Signale zu achten, die den Beginn der letzten Zyklusphase anzeigen.

Strukturelle Schwächen Europas auf dem Prüfstand

Die Narben einer konjunkturellen Verlangsamung sind in Europa bereits deutlich sichtbar. Der Trend hat sich bei den meisten Frühindikatoren umgekehrt. Gleiches gilt für das Verbrauchervertrauen und die Indikatoren für das verarbeitende Gewerbe. Wir wiesen bereits (siehe Carmignac's Note vom Juni [„Der Countdown läuft“](#)) auf das Problem hin, das diese Umkehr bald für das Ziel der Europäischen Zentralbank bedeuten würde, ihr Wertpapierkaufprogramm zum Jahresende auslaufen zu lassen. Aber dieses Handicap scheint nun eingepreist zu sein, und wie bereits erwähnt, könnte nun bald die US-Wirtschaft die ersten Enttäuschungen vermelden.

Dagegen führt die politische Lage in Italien möglicherweise zu einer neuen existenziellen Krise für die Europäische Union. Der Haushaltsentwurf der Koalition aus Fünf Sterne und Lega, der am 15. Oktober in Brüssel vorgelegt wird, könnte eine Phase harter Verhandlungen einläuten, einschließlich Polit-Theater, Übertreibungen und Drohungen. Es ist durch eine grausame Ironie der Umstände zwar nicht ausgeschlossen, dass der tragische Einsturz einer Brücke in Genua ein großes Volumen für Infrastrukturausgaben erlaubt, das von der Defizitgrenze von 3 Prozent ausgenommen ist. Doch es wäre sehr unvorsichtig, hierauf zu vertrauen. Die Einführung eines Grundeinkommens parallel zu einer umfangreichen Verringerung der Steuersätze und die Rücknahme der Rentenreform lassen ein strukturelles Entgleisen des italienischen Haushaltsdefizits erwarten. Diese Aussicht kann nicht ohne Wirkung auf die Europäische Kommission, die Zentralbank, die Rating-Agenturen und darüber hinaus den Wert italienischer Staatsanleihen und des Bankensektors bleiben. Bei europäischen Anlagen ist weiterhin Vorsicht geboten.

Schwellenländer größter Kollateralschaden der Kollision

Wie bereits erwähnt, vereinten die Schwellenländer stärker als von uns erwartet den größten Teil der Markturbulenzen seit Jahresbeginn auf sich. Die Austrocknung der Dollar-Liquidität durch die Fed schwächte die gesamte Anlageklasse der Schwellenländer und torpedierte buchstäblich jene Länder, die am stärksten von ihr abhängig waren (Argentinien und die Türkei). Das von der Trump-Administration begonnene handelspolitische Kräftenessen verdoppelte den Schmerz, und der allgemeine Ansteckungseffekt tat ein Übriges.

Auf der anderen Seite ist die gute Entwicklung des indischen Aktienmarktes mit +10 Prozent seit Jahresbeginn zweifelsohne das Ergebnis eines nach wie vor robusten Binnenwachstums und einer glaubwürdigen Geldpolitik. Die Entwicklung des chinesischen Marktes ist ebenfalls einleuchtend: Peking hat seinen Willen zum Schutz des chinesischen Wirtschaftswachstums gegen die drohende, von der Haltung der Trump-Administration verstärkte Verlangsamung signalisiert.

Infolgedessen entwickelten sich die zyklischen Sektoren positiv, während sich die Verluste ironischerweise auf die guten Growth-Aktien konzentrierten, die in den vergangenen zwei Jahren gegläntzt hatten. Besonders die Technologiewerte zeigten sich erschöpft, während der Nasdaq-Index der US-Technologiewerte neue Rekordstände verzeichnete.

Wie sind diese Beobachtungen mit Blick auf die Zukunft auszulegen? Sicherlich:

- sollte man, da die Normalisierung der US-Geldpolitik erst am Anfang steht, damit rechnen, dass der allgemeine Druck auf das Schwellenländer-Universum anhalten wird.
- sollte man zudem jegliche Wette auf Erholungen in dem von den USA angezettelten „Handelskrieg“ meiden. Jede Überzeugung in diesem Bereich ist illusorisch.
- sollten überdies, und das ist sehr wichtig, die wirtschaftlichen Fundamentaldaten als einziger echter Fixpunkt für die Wertentwicklung auf lange Sicht im Auge behalten werden.

In dieser Hinsicht birgt das Segment der chinesischen Growth-Werte, die zu einem Großteil hauptsächlich binnenwirtschaftlich und häufig auf die Technologiebranche ausgerichtet sind, ein ausgezeichnetes langfristiges Performance-Potenzial.



Das Segment der chinesischen Growth-Aktien birgt ein ausgezeichnetes Potenzial

Wenn drei Zyklen gleichzeitig enden, ereignen sich bisweilen seltsame Dinge. Stellenweise beginnen Zeitbomben zu explodieren, während die wenigen verfügbaren Zufluchtsorte schnell überfüllt sind. Technisch ausgedrückt kommt es zu Marktkorrekturen, zuerst ohne große Ansteckungseffekte, während bei den Marktführern das Feld äußerst dünn gesät ist. So lässt der US-Aktienmarkt zur Jahresmitte nicht nur alle Märkte der Welt sehr deutlich hinter sich, sondern ein einziger Titel (Amazon) zeichnet für mehr als ein Drittel der Wertentwicklung verantwortlich. Nimmt man noch Microsoft, Apple und Netflix hinzu, zeichnen diese vier Titel für mehr als 80 Prozent der Gewinne des Index S&P500 in diesem Jahr verantwortlich.

Die Vermögensverwaltung wird zu einer riskanten Aufgabe, und es gilt, einen klaren Blick auf die vielfach auftretenden Bruchstellen und die Konzentration der Wetten zu behalten.

Anlagestrategie

Aktien

Die Kollision der Zyklen von Konjunktur, Geldpolitik und Politik trug weiterhin zur Instabilität der Finanzmärkte bei. US-Aktien, und hier an erster Stelle Technologiewerte, waren die großen Gewinner des Monats, da sie in einem Umfeld der Risikoaversion mehr Transparenz bei ihren Wachstumsaussichten bieten. Dagegen setzte das Schwellenländer-Universum seinen Rückgang fort. Es litt unter der Austrocknung der Dollar-Liquidität und den Handelsspannungen. Die Bewertungen der europäischen Aktien wurden ihrerseits weiterhin durch die Konjunkturverlangsamung und die politische Unsicherheit belastet.

Diese Phase am Zyklusende ist nach unserer Auffassung das Hauptrisiko für die Märkte und erfordert eine konzentrierte Allokation in Sektoren und Regionen sowie eine disziplinierte Titelauswahl. Dieses Umfeld veranlasst uns daher, vornehmlich in den USA ein starkes Exposure in Qualitätswerten beizubehalten. So verstärken wir neben unseren Anlagen in den Segmenten E-Commerce und Videospiele unser Exposure in Gesellschaften des Gesundheitssektors, wie z. B. Philips Electronics, das sich von einem komplexen Konzern in einen auf Gesundheitstechnologien spezialisierten Innovator gewandelt hat. Überdies nutzen wir die Schwäche der chinesischen Technologiewerte, um einige unserer Positionen auszubauen, wie z. B. Tencent, das von einer binnenwirtschaftlichen Ausrichtung und dank der zahlreichen über seine Plattform angebotenen Dienste von verschiedenen Wachstumsmotoren profitiert.

Anleihen

Im August waren die Austrocknung der Dollar-Liquidität sowie die politischen Spannungen weiterhin eine Belastung für risikoreiche Anleihen wie z. B. Schuldtitel aus Schwellenländern oder Italien. Auf der anderen Seite kam US-amerikanischen und deutschen Staatsanleihen ihr Status als Fluchtwert zugute.

In diesem komplexen Umfeld für festverzinsliche Anlagen behalten wir ein begrenztes Risikoniveau in unseren Portfolios bei. Daher verringerten wir unsere Allokation in Schuldtiteln der Schwellenländer deutlich. Auch wenn die Bewertungen gewiss attraktiver erscheinen, gibt es in den Schwellenländern doch zahlreiche Risikofaktoren. Ein neuerliches Exposure erscheint uns derzeit daher verfrüht. Am Kreditmarkt wird die weitere Verringerung unseres Exposures durch die Kombination aus schwächeren Wachstumsaussichten, einer Straffung der finanziellen Bedingungen und einer geringeren Risikobereitschaft gerechtfertigt. In Italien wird der Fahrplan der neuen Regierung für den Haushalt 2019 für Ende September erwartet. Dies veranlasst uns zur Meidung italienischer Schuldtitel. Überdies behalten wir im Rahmen eines soliden Portfolioaufbaus inmitten eines instabilen Umfelds eine Long-Position in US-Staatsanleihen bei.

Währungen

Das von der US-Notenbank eingeleitete Schrumpfen der Liquiditätsblase bringt die Schwächsten des Schwellenländer-Universums zum Vorschein. Die argentinische und die türkische Währung wurden vom Bannstrahl der Anleger getroffen. Die Anstrengungen Argentiniens zur Stützung seiner Währung (Anhebung des Leitzinses auf 60 Prozent, Unterstützung durch den IWF) zeigen vorerst noch keine Wirkung. Die Euro-Dollar-Parität wird weiterhin durch die widersprüchlichen Aussagen im Zusammenhang mit dem Handelskrieg, der Geldpolitik und den Erwartungen für das Wirtschaftswachstum erschüttert.

Unsere strategische Allokation im Währungssegment bleibt unverändert: Wir behalten eine Long-Position im Yen bei, um von seinem Status als sichere Währung zu profitieren, sowie unsere Allokation im Dollar, um unser Exposure in Werten von Schwellenländern und in Rohstoffen auszugleichen.

Quelle: Bloomberg, 31.08.2018

Werbeartikel. 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.