



2019 oder das Ende der Kollision

Dezember 2018



Autor/en
Didier Saint-Georges

Veröffentlicht am
6. Dezember 2018

Länge
6 Minuten Lesedauer

Es nähern sich die letzten Wochen des Jahres 2018. Mittlerweile dürfte kaum ein Beobachter infrage stellen, dass wir an den Märkten eine Kollision zwischen dem Wirtschaftszyklus, dem geldpolitischen Zyklus und dem politischen Zyklus beobachten. (siehe Carmignac's Note von Dezember 2017, „[Vergebliche Kassandrarufer?](#)“, und von Juli 2018, „[Kollisionskurs](#)“).

Die Märkte passen sich jedoch selten nahtlos an ein neues Umfeld an. Möglicherweise wollen sie es zunächst nicht wahrhaben, wie es schon im letzten Januar der Fall war. Dann jedoch kommt es zu überstürzten Korrekturen wie im Februar oder Oktober. Dies macht es sehr schwierig, selbst eine prinzipiell korrekte strategische Vision effektiv umzusetzen. Das Jahr 2018 wird unter diesem Gesichtspunkt ein besonders enttäuschendes und frustrierendes Jahr für das Fondsmanagement bleiben.

Trotz allem ist eine globale Analyse nach wie vor die Grundvoraussetzung, um das Verhalten der Märkte zu antizipieren. Nun ist es an der Zeit, diese auf 2019 auszuwählen. Das Kollisionsschema ist nicht hinfällig, nur weil ein neues Kalenderjahr begonnen hat. Andererseits dürfen dessen Auswirkungen auf die Zins-, Aktien- und Devisenmärkte unterschiedlicher sein. Hieraus ergibt sich eine grundsätzlich vorsichtige Haltung über alle Anlageklassen hinweg, aber auch immenses Anziehungspotential.

Verständnis der Wechselwirkungen zwischen der geldpolitischen Normalisierung und der Realwirtschaft

Erinnern wir uns an die „unerwünschten Folgen“, von denen in der Carmignac's Note von 2016, [Die Schlafwandler](#), die Rede war. Dieser Begriff der unerwünschten gesundheitlichen Folgen – auch Iatrogenie genannt – bezieht sich auf Mittel, die dem Patienten zunächst helfen, aber langfristig unvermeidlich Nebenwirkungen hervorrufen, die wiederum die Gesundheit des Patienten beeinträchtigen. Das Jahr 2018 markierte den Eintritt dieser Nebenwirkungen. Sie resultieren aus langen Jahren der Abhängigkeit der Märkte und drücken sich in den Kosten für die subventionierte Verschuldung aus. Es wurde für die Zentralbanken Zeit, für die Märkte ein Ende der Liquiditätsflut einzukleinen.

Die Stärkung des Dollars oder die von der US-Notenbank initiierte Zinsanhebung sind Teil dieser Nebenwirkungen und lenken die Aufmerksamkeit der Beobachter auf sich. In dieser Phase des Zyklus sind sie aber nichts Außergewöhnliches. Eine der größten iatrogenen Auswirkungen ist die Verringerung der Bilanz der Fed, die seit Ende 2008 um rund 3.600 Milliarden aufgebläht wurde. Wie sich die 50 Milliarden Dollar Liquidität, die jeden Monat aus dem Finanzsystem abgezogen werden, auswirken ist fraglich. Es wird wohl eben so unterschätzt wie auch vor zehn Jahren unterschätzt wurde, was eine jahrelange quantitative Lockerung verursachen würde.

Das Jahr 2018 hat bereits gezeigt, dass diese Verringerung der verfügbaren Dollar-Menge in Verbindung mit der Steuerreform der Trump-Regierung, die auf eine Reduktion von Kapital abzielt, die in Schwellenländern gehaltenen Dollar buchstäblich in die USA abgesaugt hat. Allein dieser Effekt ist für einen Großteil der starken Korrektur an den Aktien- und Anleihemärkten in Lateinamerika und Asien verantwortlich.

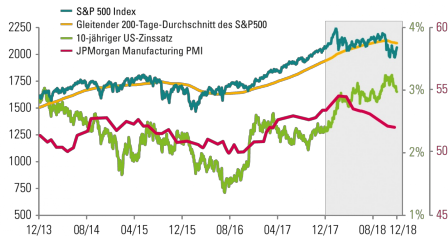
Im Allgemeinen sind das Wachstum und insbesondere der Welthandel ebenfalls sehr stark von der Verfügbarkeit von Liquidität in Dollar abhängig. Die Fed kann gewissermaßen als die Zentralbank des globalen Wachstums bezeichnet werden. China erlebt logischerweise bereits eine deutliche Verlangsamung seiner Exporte. Und dies noch bevor die sich zuspitzenden protektionistischen Maßnahmen, denen es ausgesetzt ist, möglicherweise die Kollision verschärfen, sobald der in Buenos Aires geschlossene Waffenstillstand beendet ist. Diese Verlangsamung kommt neben dem zwingend erforderlichen Schuldenabbau noch zur strukturellen Verlangsamung der chinesischen Wirtschaft hinzu.

Die Indikatoren für das europäische Wachstum, die stark mit dem Welthandel verknüpft sind, vollzogen unterdessen eine Kehrtwende. Auch der Rückgang des Verbrauchervertrauens in Frankreich wird nicht zur Belebung der Binnennachfrage beitragen.



Die amerikanische Ausnahme scheint zunehmend verwundbar. Diese Fragilität liegt in erster Linie daran, dass die Fed-Bilanz schrumpft und durch den wachsenden Finanzierungsbedarf das Haushaltsdefizit der Trump-Regierung explodiert. Diese weitere Kollision schob die 10-jährigen US-Zinsen von 2,4 Prozent zu Beginn des Jahres auf Spitzenwerte von über 3,2 Prozent im Oktober und November. Es trieb wiederum die Hypothekenzinsen nach oben und verlangsamte somit die Wohnungsbauinvestitionen. Jüngst wurde in dieser Massenkarambolage auch noch der Vermögensseffekt auf den Konsum verwickelt. Es handelt sich dabei um eine der wichtigsten Transmissionsriemen der quantitativen Lockerung in die Realwirtschaft. Da in den Immobilien- und Aktienmärkten mittlerweile reichlich Sand im Getriebe ist, läuft aber auch das nicht mehr rund. Zu guter Letzt gingen die Investitionen von US-Unternehmen im dritten Quartal zurück. Sie sind deutlich verunsichert, was die Handelsspannungen mit China angeht.

AKTIENMARKT, ZINSEN UND WACHSTUM



Quellen: Bloomberg, 30.11.2018

Der globale Konjunkturzyklus kollidiert also in einer Phase des Abschwungs mit der geldpolitischen Normalisierung, was ihn noch weiter schwächt.

Zu dieser Problematik kam der politische Zyklus hinzu. Von Brasilien bis nach Europa, von Großbritannien bis in die Vereinigten Staaten: Es rollt eine Protestwelle über die Länder hinweg, die die wirtschaftliche Globalisierung und den Freihandel infrage stellen. Alles Faktoren, die seit 30 Jahren das weltweite Wachstum und die Margen der internationalen Konzerne gestützt hatten.

Zugleich setzt sich insbesondere in Europa die Polarisierung der Meinungen fort. Aufgrund eines oftmals sehr fragmentierten, traditionellen Politikangebots geraten die repräsentativen Demokratien unter Druck und werden zunehmend durch unmittelbaren und konfrontationsaffinen politischen und gesellschaftlichen Grolls blockiert. Letzterer wendet sich zunehmend gegen den seit 2008 in Stein gemeißelten Grundsatz der Haushaltsdisziplin. Dieser Protest, der bereits in den Vereinigten Staaten zu beobachten war, erstreckt sich nunmehr bis nach Italien und wird wahrscheinlich eine der Konsequenzen der derzeitigen gesellschaftlichen Spannungen in Frankreich sein. An den Anleihemärkten begünstigt sie den Aufwärtsdruck auf die Zinsen der Staatsanleihen. An den Aktienmärkten deutet sie, zumindest in Europa, eine Neuausrichtung der Wirtschaftspolitik zugunsten der Arbeitnehmer und nicht zugunsten des Kapitals an.

Das Ende der Gewissheit der geldpolitischen Stützung führt natürlich zu einem Wiederanstieg der Risikokosten und damit auch zu einer Verringerung der Bewertungskennzahlen der Aktienmärkte

Marktaussichten in diesem Zusammenhang

Mit dem Ende der Gewissheit, was den geldpolitischen Kurs angeht, wurde 2018 logischerweise eine Phase mit geringerer Risikobereitschaft eingeläutet. Durch das regelmäßige und umfangreiche Kaufen von Vermögenswerten durch die Zentralbank wurde die Volatilität an den Märkten quasi ausgesetzt. Das hat die Risikobereitschaft gefördert. Die Rückkehr zur Ungewissheit – oder vielmehr zur Gewissheit, dass nunmehr weniger Liquidität verfügbar ist – führt logischerweise zu einem Wiederanstieg der Risikokosten und damit auch zu einer Verringerung der Bewertungskennzahlen der Aktienmärkte sowie zu einer Weitung der Spreads. Das Jahr 2019 beginnt mit der Fortsetzung dieser Dynamik.

Eines der Hauptrisiken für die Aktienmärkte besteht – vielleicht noch mehr für die Vereinigten Staaten als für Europa – darin, dass sich der wirtschaftliche Abschwung auf die Unternehmensgewinne auswirken wird. Das wird durch den Grad der in den letzten zehn Jahren aufgelaufenen Verschuldung verstärkt. Auch am Markt für Unternehmensanleihen macht der zyklische Anstieg der Ausfallraten in Verbindung mit dem tendenziellen Anstieg der risikofreien Zinssätze den Bereich „Investment Grade“, dessen Erträge kaum noch einen Ausgleich für das Kreditrisiko bieten, sehr anfällig.

Für die anfälligsten Länder könnte die Staatsverschuldung die Herausforderungen, die ein wirtschaftlicher Abschwung mit sich bringt, noch verschärfen. Es besteht daher das Risiko, dass Märkte und Ratingagenturen schlecht bewerten, wie tragfähig das italienische Verschuldungsniveau ist, falls das Land einen starken Abschwung erlebt. Auf der anderen Seite sollte die Zinsverschiebung bei traditionellen Safe-Haven-Staatsanleihen durch bestätigte Spannungen auf die Risikokosten begrenzt werden.

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 und sicherlich in erster Linie den nach Liquidität dürstenden Schwellenländern zugute kommen.

Irgendwann werden die Zentralbanken die weiße Fahne hissen müssen

Es ist plausibel, dass es im Jahr 2019 dazu kommt. Allerdings ist das schwer vorstellbar, ohne dass die Zentralbanken durch eine starke Verschärfung der finanziellen Rahmenbedingungen in die Enge getrieben werden. Eine solche Verschärfung könnte durch eine übermäßige Marktkorrektur verursacht werden, die dann durch eine allgemeine Kapitulation attraktive Einstiegspunkte bieten würde.

In der Zwischenzeit dürfte sich das Kollisions-Szenario fortsetzen, unterbrochen von Phasen der Entspannung. Daher sind 2019 vor dem Hintergrund einer grundsätzlich vorsichtigen Haltung Wachsamkeit und Opportunismus geboten.

Quelle: Bloomberg, 30/11/2018

Anlagestrategie

Aktien

Nach drei Quartalen extremer Polarisierung der Finanzmärkte, die für neue Höhenrekorde amerikanischer Werte sorgte, hatte dieser Trend ab Oktober mit dem massiven Einbruch der amerikanischen Börse, der den Fall der Aktienmärkte in der übrigen Welt zuspitzte, schließlich ein Ende. Die von der Fed betriebene geldpolitische Normalisierung bringt logischerweise ein Schrumpfen der Kennzahlen mit sich. Das bedeutet, dass das Portfolio nicht nur wie bisher bereits auf hochwertige Growth-Aktien konzentriert werden muss, sondern es sollte auch mehr Gewicht auf deren Bewertungen gelegt werden.

Deshalb haben wir uns unter sowohl finanziellen als auch unter Bewertungsgesichtspunkten von attraktiven Growth-Aktien zugunsten von Werten mit attraktivem Wachstum abgewandt. Dies ist der Fall bei Gesellschaften wie Alphabet, Booking.com oder Electronic Arts. Sie weisen ein Umsatzwachstum in der Größenordnung von 10 bis 20 Prozent auf, bei einem vernünftigen Kurs-Gewinn-Verhältnis von 18 bis 20. Insgesamt haben wir die Anzahl der Positionen im Portfolio verringert, um seinen Schwerpunkt auf unsere wichtigsten Überzeugungen zu legen. Auf der anderen Seite haben wir die liquiden Mittel erhöht. Auf kürzere Sicht lässt die Geschwindigkeit der Korrektur auf technisch überverkaufte Positionen schließen, was eine technische Erholung der Aktienmärkte erwarten lässt. Doch die Polarisierung der Wertentwicklungen wird auch weiterhin eine entscheidende Rolle spielen. Wir behalten daher einen defensiven Portfolioaufbau bei, zusammen mit einem verringerten Exposure in Aktien und ergänzt durch die Umsetzung von Optionsstrategien, die darauf abzielen, von einer möglichen technischen Erholung zu profitieren.

Anleihen

Bei den Zinsen der Kernländer veranlassen uns mehrere Faktoren, eine neutrale modifizierte Duration beizubehalten. Die Entwicklung der Korrelation zwischen den Aktien und den Anleihen, das politische Risiko in Europa sowie die Abkühlung der weltweiten Makroökonomie und der Inflation, insbesondere im Kontext eines historischen Verfalls des Ölpreises, führen zu einer Pause beim Anstieg der Zinsen. In den Vereinigten Staaten deutet die entgegenkommendere Haltung von Jerome Powell darauf hin, dass die Zentralbank sich der Verschlechterung der makroökonomischen Indikatoren bewusst ist. Dennoch bleiben die Märkte in Europa tendenziell freundlich, da der Konsens von einer relativ moderaten Vorgehensweise bei der Anhebung der Zinssätze in der Eurozone ausgeht, während die US-Zinsen ein stärkeres Wachstum und einen steigenden Aufwärtsdruck auf die Gehälter berücksichtigen und die Bank of Japan ihre Politik anpasst, um die Versteilerung der Kurve zu beschleunigen.

Wir schicken uns daher an, unsere Positionen in den Anleihen der Kernländer in den kommenden Monaten aktiv zu verwalten. Auf dem Kreditmarkt stellen die hohen Bewertungen ein Risiko für die Anlageklasse dar, da die Fundamentaldaten langsam schlechter werden und die Liquidität immer geringer wird. Vor diesem Hintergrund haben wir unser Exposure im Kreditmarkt stark zurückgefahren und parallel dazu die liquiden Mittel erhöht.

Währungen

Der Devisenmarkt zeichnet sich durch das Fehlen einer konkreten Ausrichtung im Hinblick auf die beiden wichtigsten Währungen aus: dem Euro und dem Dollar. Die Faktoren für eine mögliche Abschwächung dieser Währungen bleiben zahlreich. Der Dollar leidet nach wie vor unter einem wachsenden Leistungsbilanzdefizit und den ersten Anzeichen einer Abschwächung des Wachstums in den USA. Der Euro ist seinerseits weiterhin dem Risiko eines Wiederaufflammens der politischen Instabilität in Verbindung mit einem weniger dynamischen Wachstum als in den Vereinigten Staaten ausgesetzt.

Vor diesem Hintergrund haben wir unser Exposure im Euro im Rahmen der allgemeinen Verringerung des Risikos unseres Portfolios erhöht. Schwellenländerwährungen bleiben eine anfällige Anlageklasse, angesichts des von der US-Notenbank eingeleiteten Schrumpfens der Liquiditätsblase.

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.