Augmented Reality

März 2019

Autor/en
Didier Saint-Georges

Veröffentlicht am
5. März 2019

Länge
6 Minuten Lesedauer

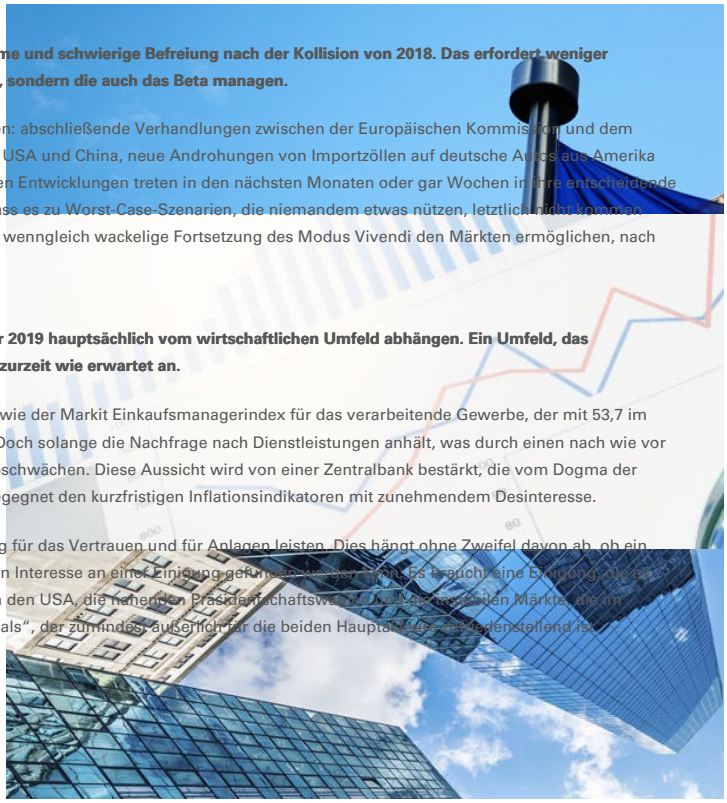
Wie zu Beginn des Jahres vermutet (siehe Carmignac's Note vom Januar 50 shades of black"), hat sich der Aufschwung der Aktienmärkte als Kontrapunkt zur Panik zum Jahresende 2018 tatsächlich materialisiert. Dies wurde durch die Kehrtwende der Fed angetrieben, die weiterhin um eine Normalisierung der Geldpolitik bemüht ist. Der Aktienindex MSCI World legte in den ersten beiden Monaten des Jahres 11,21 Prozent zu und glich seine Korrektur vom letzten Quartal 2018 wieder vollständig aus. Nun stellt sich natürlich die Frage, ob dieser Trend in den kommenden Monaten anhält.

> Der Zusammenstoß von Konjunkturzyklus und Geldpolitik bildete die Kulisse der Märkte im Jahr 2018. Das ist in diesem Jahr nicht mehr der Fall

Die Konjunkturabschwächung hält an und an Schwachstellen mangelt es nach wie vor nicht. In der Litanei der politischen Ungewissheiten von Europa bis in die USA und angesichts der Überschuldung in einem neuen Umfeld der Wachstumsschwäche, dürften die Märkte Gründe genug finden, um in diesem Jahr wieder vorsichtiger zu agieren. Diese wenig verlockende Aussicht wird durch ein zentrales Szenario ergänzt und insofern abgeschwächt, als dass es sich objektiv betrachtet gegenüber dem vergangenen Jahr verändert hat: Die Märkte haben die derzeitige Konjunkturverlangsamung anerkannt, ebenso wie die Zentralbanken, die sich mittlerweile von einer Normalisierung der Geldpolitik auf Biegen und Brechen gelöst haben. Der Zusammenstoß von Konjunkturzyklus und Geldpolitik bildete die Kulisse der Märkte im Jahr 2018. Das ist in diesem Jahr nicht mehr der Fall.

Wir nähern uns einer zähen Zeit, ein Nährboden für zauderhafte Märkte, eine Art langsame und schwierige Befreiung nach der Kollision von 2018. Das erfordert weniger direktionale Anlagestrategien, die sich nur auf die Generierung von Alpha konzentrieren, sondern die auch das Beta managen.

Es gibt viele politischen Parameter, die die Märkte in diesem Jahr beeinträchtigen könnten: abschließende Verhandlungen zwischen der Europäischen Kommission und dem Vereinigten Königreich über den Brexit, die Handelsauseinandersetzungen zwischen den USA und China, neue Androhungen von Importzöllen auf deutsche Autos aus Amerika und die Europawahlen. Diese für das Vertrauen und damit für das Wachstum bedeutenden Entwicklungen treten in den nächsten Monaten oder gar Wochen in ihre entscheidende Phase. Sie sorgen daher kurzfristig für Ungewissheit. Es ist jedoch davon auszugehen, dass es zu Worst-Case-Szenarien, die niemandem etwas nützen, letztlich nicht kommen wird. Auch wenn es unvernünftig ist auf die Vernunft der Politiker zu setzen, könnte eine, wenngleich wackelige Fortsetzung des Modus Vivendi den Märkten ermöglichen, nach Monaten der Angst, gelassen zu bleiben.



Blickt man über die unmittelbare Zukunft hinaus, dürfte die Richtung der Märkte im Jahr 2019 hauptsächlich vom wirtschaftlichen Umfeld abhängen. Ein Umfeld, das mittlerweile ziemlich trübe geworden ist. Die weltweite Konjunkturverlangsamung hält zurzeit wie erwartet an.

In den USA bleibt die Bautätigkeit schwach und die Indikatoren für den Fertigungssektor wie der Markit Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe, der mit 53,7 im Februar auf dem niedrigsten Niveau seit 2017 lag, zeigen weiter in die falsche Richtung. Doch solange die Nachfrage nach Dienstleistungen anhält, was durch einen nach wie vor robusten Arbeitsmarkt unterstützt wird, dürfte sich die Wirtschaft insgesamt nur leicht abschwächen. Diese Aussicht wird von einer Zentralbank bestärkt, die vom Dogma der Normalisierung abrückt. Sie gesteht sich die Furcht vor dem Druck der Märkte ein und begegnet den kurzfristigen Inflationsindikatoren mit zunehmendem Desinteresse.

Zudem könnte der Ausgang der Handelsverhandlungen mit China konkrete Unterstützung für das Vertrauen und für Anlagen leisten. Dies hängt ohne Zweifel davon ab, ob ein Gleichgewicht zwischen langfristiger, ideologischer Konfrontation und dem beiderseitigen Interesse an einer Einigung gefunden werden kann. Es braucht eine Einigung, die es beiden Seiten ermöglicht das Gesichts zu wahren. Doch die Konjunkturverlangsamung in den USA, die nahenden Präsidentschaftswahlen in den Vereinigten Märkten, die im vergangenen Dezember zu beobachten waren, erhöhen die Wahrscheinlichkeit eines „Deals", der zumindest äußerlich für die beiden Hauptakteure vorliegenstellend ist.

In Europa bestätigen die im Februar veröffentlichten Wirtschaftsdaten, dass die Konjunkturschwäche gegen Ende des vergangenen Jahres nicht allem Sache der deutschen Automobilproduktion ist. Diese wurde vorübergehend von der Einführung der neuen WLTP-Norm für die CO2-Emissionen belastet. Eine weitere Verschlechterung dürfte zwar durch mehr Kaufkraft der Verbraucher dank einer gewissen Verbesserung bei Löhnen und Beschäftigung verhindert werden, aber für eine echte Stabilisierung muss die chinesische Nachfrage anziehen. Und die dürfte eher moderat ausfallen. Der EZB bleibt keine andere Wahl, als bei ihrer bei dem akkommodierenden Haltung zu bleiben.

China sieht sich weiterhin einem schwierigen Kurs gegenüber: Einerseits die erforderliche Entschuldung, andererseits Druck an der Handelsfront und Konjunkturabschwächung(siehe Carmignac's Note vom Januar "50 shades of black"). Die zur Stützung des Konsums ergriffenen Maßnahmen dürften im Laufe des Jahres eine Stabilisierung des chinesischen Wachstums ermöglichen, insbesondere wenn es zu einer Einigung im Handel mit den USA kommt. Doch sie werden sicher keine Triebkraft für europäische Exporte sein, die mit der Triebkraft vergleichbar wäre, welche ihnen im Jahr 2016 zugutekam.

Zu Beginn des Jahres 2019 zeichnet sich also insgesamt eine mehr oder weniger sanfte Landung der weltweiten Volkswirtschaften ab. Sie wird durch Geldpolitiken abgefedert, deren Ehrgeiz zu einer Straffung sich gelegt hat.

> In dieser Phase der Konjunkturverlangsamung können sich die Performanceunterschiede zwischen einzelnen Werten als ein bedeutender Performancefaktor erweisen – ganz im Gegensatz zu 2018

In diesem Umfeld könnten sich die Aussichten für die Aktienindizes von den derzeitigen Niveaus aus durch ihre Mittelmäßigkeit auszeichnen, da sich die durchschnittlichen Bewertungen seit Jahresbeginn bereits wieder erholt haben und die Aussichten für das Wachstum der Unternehmensgewinne äußerst dürftig sind. In dieser Phase der Konjunkturverlangsamung könnten sich jedoch die Performanceunterschiede zwischen einzelnen Werten als ein bedeutender Performancefaktor erweisen – ganz im Gegensatz zu 2018, als die Einschätzung der Richtung der Indizes für die Performance viel entscheidender war. Insbesondere Aktien von Unternehmen, die noch angemessen bewertet und in der Lage sind, ihre Margen zu verteidigen und ihr Wachstum zu halten, dürften in dem von uns für dieses Jahr erwarteten schwachen wirtschaftlichen Umfeld einen erheblichen Qualitätsaufschlag für sich in Anspruch nehmen können. Eine ähnliche Einschätzung, dass nämlich in diesem Jahr das Generieren von Alpha bevorzugt werden sollte, statt auf die großen Trends zu setzen, gilt auch für die Anleihemärkte, insbesondere für Unternehmensanleihen.

Quelle: Bloomberg, 28/02/2019

Anlagestrategie

Aktien

Ein ungewöhnliches Umfeld für die Aktienmärkte: Während der Dezember der schlechteste Monat seit 1931 war, begann das Jahr im Januar äußerst positiv und erwies sich als der bisher fünftbeste Monat. In diesem Umfeld, in dem sich die Wachstumsaussichten verschlechtert haben und sich das Potenzial für Überraschungen – sowohl an geldpolitischer wie auch an politischer Front – verringert hat, bevorzugen wir Strategien der Alpha-Generierung, indem wir ein moderates Aktienexposure haben und einzelne Sektoren nicht deutlich übergewichten.

Seit Jahresbeginn haben wir unser Exposure Schritt für Schritt ausgebaut, indem wir Chancen bei Unternehmen nutzten, die sowohl solide Fundamentaldaten als auch attraktive Bewertungen aufweisen, insbesondere in China (Midea, Zhifei). Wir haben mit Käufen von EssilorLuxottica und Merck auch weiter im Gesundheitssektor investiert. Themenorientierte Anlagen stehen weiterhin im Zentrum unserer Strategie der Generierung von Alpha. So halten wir Billigfluggesellschaften für ein attraktives Segment, in dem wir unser Exposure in jüngster Zeit verstärkt haben, beispielsweise mit Spirit Airlines. Die Größe des potenziellen Marktes und die flexible Preisstrategie, die für Verbraucher attraktiv ist, die sich zunehmend Preisangebote „à la Carte“ wünschen, bieten Chancen für Expansion in diesem Sektor. Allerdings legen wir in einem nach wie vor instabilen Umfeld ein besonderes Augenmerk auf die Bewertungen und haben daher Gewinne bei den Unternehmen mitgenommen, die die besten Performancebeiträge geleistet haben, insbesondere bei Mercadolibre und ServiceNow.

Zinsen

Während die weltweite Konjunkturabschwächung anhält, zeigen sich die Zentralbanken zurückhaltender. Die US-Notenbank hat mittlerweile die Risiken erkannt, die die Wirtschaft beeinträchtigen könnten, und hat daher eine Pause bei der Normalisierung ihrer Geldpolitik eingelegt. Die EZB schlägt ebenfalls einen akkommodierenden Ton an und reagiert damit auf die anhaltende Abschwächung der Wirtschaftsindikatoren und die zurückgehenden Inflationserwartungen in der Region. Dieses Umfeld hat eine Entspannung bei Staatsanleihen ausgelöst, mit Ausnahme von Italien, das weiterhin unter seiner Konjunkturschwäche und den Fragen zur Tragbarkeit seiner Schuldenlast leidet. Die Kreditspreads sind ebenfalls wieder auf ein Niveau zurückgekehrt, das dichter an dem liegt, was die meiste Zeit im Jahr 2018 vorherrschte.

Wir bleiben bei einer leicht positiven modifizierten Duration, die von einer vorsichtigen Positionierung durch begrenzte Exposures in Staatsanleihen aus Peripherie- und Schwellenländern und in Unternehmensanleihen geprägt ist. In jüngster Zeit haben wir unser Exposure in den Schwellenländern geringfügig erhöht, insbesondere über Papiere sogenannter „quasi-staatlicher“ Emittenten wie Pemex. Zudem haben wir eine Position in belgischen Staatsanleihen eröffnet, die eine interessante Carry-Quelle unter den europäischen Ländern bieten. Zudem halten wir derzeit an unserer Strategie auf die Versteilerung der amerikanischen Renditekurve fest.

Währungen

Auf dem Devisenmarkt haben der Kurswechsel, der sich in der US-Notenbank vollzieht, sowie die ersten Anzeichen einer Abschwächung der amerikanischen Wirtschaft zu Jahresbeginn eine Erholung des Euros ermöglicht. Doch es sind viele Faktoren im Spiel (Brexit, Europawahlen, amerikanisches Leistungsbilanzdefizit), die einer entschieden direktionalen Positionierung im Währungsbereich Grenzen setzen.

Daher begrenzen wir in unserem Portfolio weiterhin das Währungsrisiko. Schwellenländerwährungen bieten nach ihrer Erholung zu Jahresbeginn aus unserer Sicht immer noch einige sehr selektive Gelegenheiten, insbesondere in Asien und im Nahen Osten.

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.