

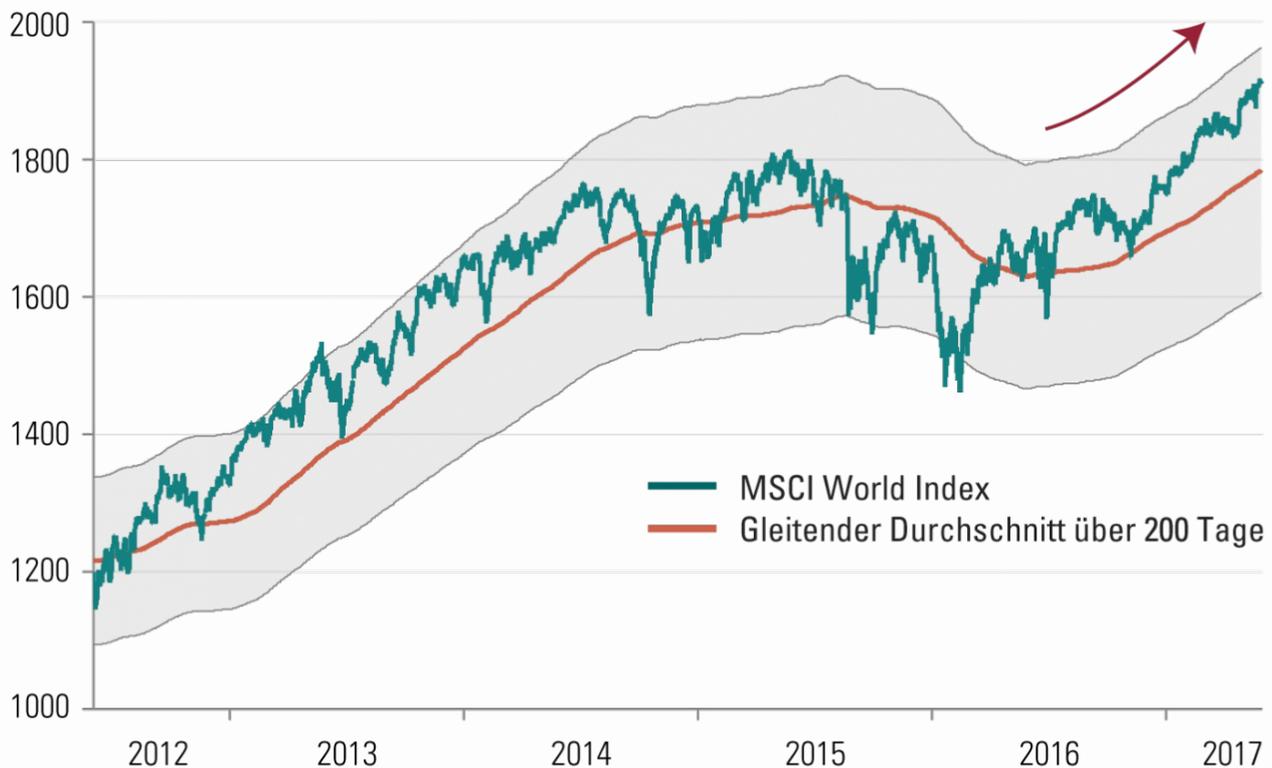
WAS WILL MAN MEHR?

Juni 2017

von Didier SAINT-GEORGES
Managing Director, Member of Investment Committee
08.06.2017

Die französischen Wahlen haben Europa noch einmal vor dem Gnadenstoß bewahrt und somit dürften die Finanzmärkte noch einige Zeit recht üppig gedeihen. Denn zu der nach wie vor großzügigen Liquidität (über 1000 Milliarden Dollar wurden seit Jahresbeginn im Rahmen des „Quantitative Easing“ in die Märkte gepumpt) kommen noch ein moderater weltweiter Konjunkturaufschwung, ein schwacher Dollar, weiterhin niedrige Zinsen und ein gefestigter Ölpreis hinzu. Was will man mehr?

Dieses günstige Zusammenspiel von Marktbedingungen kommt seit Jahresbeginn in hohem Maße den großen, globalen Wachstumswerten zugute. In dieser Kategorie nehmen die dominierenden Technologiewerte dank erneut sehr solider Ergebnisse im ersten Quartal mehr denn je den Löwenanteil für sich in Anspruch. Da sich der Konjunkturzyklus nach und nach ausweitet, liegen die europäischen Märkte und vor allem die Schwellenländermärkte weitgehend mit dem amerikanischen Index S&P 500 gleichauf.



Quelle: Bloomberg, 29.05.2017

Auch die Rentenmärkte legen erneut zu, im Durchschnitt 4%. Grund dafür ist, dass sich die Inflationsindikatoren weiterhin maßvoll entwickeln und damit die Zentralbanken beruhigen.

Daher können wir uns darüber freuen, dass die Wirtschaft wieder die Oberhand über die Märkte gewonnen hat. Doch am Übergang zum zweiten Halbjahr ist es vielleicht hilfreich, unser Verständnis vom Phänomen der Reflexivität, die weiterhin zwischen Wirtschaft und Politik am Werk ist (siehe unsere [Note vom März](#)), noch einmal aufzufrischen. Dies betrifft auch unsere Wahrnehmung von der Dynamik der Märkte auf den derzeitigen Niveaus.

“

Die regelmäßig angehobenen Prognosen der Analysten, die sich auf die Unternehmensergebnisse für

2017 bezogen, werden nun real. „

Soweit ist alles in Ordnung...

Die regelmäßig angehobenen Prognosen der Analysten, die sich auf die Unternehmensergebnisse für 2017 bezogen, werden nun real. Im ersten Quartal lagen die japanischen Unternehmen mit einer Ergebnissteigerung von +28% gegenüber dem Vorjahr an der Spitze, gefolgt von den europäischen (+23%) und den amerikanischen (+14%). Bemerkenswert ist, dass auch die Umsätze solide waren und von einem Volumenzuwachs bei erneut gefestigten Preisen zeugen. Gemessen an diesem Kriterium der Wirtschaftsaktivität war Europa führend (+10%), gefolgt von den USA (+8%) und Japan (+4%). Nach diesem sehr guten Jahresbeginn erwarten die Analysten nunmehr für 2017 ein Ergebnisplus von 15% für die Eurozone, 13% für Japan und 10% für die USA.

Die Unternehmensergebnisse des zweiten Quartals dürften weiterhin von der Verbesserung der wirtschaftlichen Fundamentaldaten profitieren. Und dabei dürfte die Eurozone erneut sehr gut abschneiden, denn das Verbrauchervertrauen in der Region hat nach den Berechnungen der Europäischen Kommission im Mai seinen höchsten Stand seit Juli 2007 erreicht. Diese Welle des Optimismus nahm erst im Herbst des vergangenen Jahres an Fahrt auf. Sie dürfte daher noch einige gute Monate vor sich haben. Umso mehr, als die deutsche Lokomotive sich derzeit mit dem IFO-Geschäftsklimaindex auf dem höchsten Stand seit der Wiedervereinigung weiter leistungsstark zeigt.

Erst wenn man über die unmittelbar bevorstehenden Monate hinausblickt, sind einige mögliche Dämpfer für die allgemeine Euphorie auszumachen.

Reflexivität

“

Für die Zukunft sollte man das Phänomen der Reflexivität, also einer Interaktion zwischen Ursache und

Wirkung im Auge behalten, die zwischen Wirtschaft und Politik am Werk ist – in den USA, in Großbritannien und in der Eurozone. „

Im Moment können sich die Wahlgewinner der vergangenen zwölf Monate nicht nur über ihre Siege, sondern auch über günstige Umstände freuen. Von London bis Washington und von Paris bis Seoul haben die neuen Staatslenker das Glück, ihr Mandat mit unerwartetem wirtschaftlichen Rückenwind anzutreten. Und, wie wir gesehen haben, steht die Wirtschaft für Investoren im Vordergrund. Dennoch kann man den Prozess der Reflexivität, die zwischen Politik und Wirtschaft am Werk ist, das heißt das Aufkommen einer wechselseitigen Interaktion zwischen Ursachen und Wirkungen, nicht außer Acht lassen. Die Schwäche des Wirtschaftswachstums seit dem Ende der großen Finanzkrise, der Kontrast zwischen dieser Mittelmäßigkeit und dem spektakulären Anstieg der Börsenindizes seit 2009, die Machtlosigkeit der Politik, die soziale Ungleichheit zwischen den einfachen Lohnempfängern und den Nutznießern dieser Inflation von Finanzwerten, die vom „Quantitative Easing“ angeheizt wird – all diese Quellen der Unzufriedenheit haben grundlegende politische Risse erzeugt. Diese Risse werden sich wirtschaftlich bemerkbar machen und sich an den Märkten widerspiegeln.

Die Wirtschaftspolitik von Präsident Trump könnte letztendlich weniger destruktiv ausfallen, als er es im Wahlkampf hinaus posaunt hat. Die haushaltspolitischen Sachzwänge, die Disziplinlosigkeit der Mehrheit der Republikaner im Kongress und das juristische Wirrwarr könnten durchaus die Oberhand über das grandiose Projekt der Steuerreform gewinnen, nach der sich die Märkte bis Ende 2016 die Finger geleckt haben, und den Dollarkurs steigen ließen. Der amerikanische Konjunkturzyklus wird sich wahrscheinlich bald damit abfinden müssen, dass er seinem natürlichen Alterungsprozess unterliegt.

Der „Brexit“ wird hingegen tatsächlich stattfinden. Und wenn man sich wortwörtlich an die politische Wahl hält, die die britischen Bürger im Juni 2016 getroffen haben, könnte der Austritt aus der Europäischen Union die wirtschaftliche Entwicklung des Vereinigten Königreichs deutlich einknicken lassen (siehe unsere Note vom April).

Die von der Schwäche des britischen Pfundes angetriebene Inflation hat im März und April bereits einen Durchschnittswert von 2,5% erreicht, was den schnellsten Rückgang der Reallöhne seit 2014 bewirkt hat. Im April hat diese Abnahme der Kaufkraft bereits zu enttäuschenden Einzelhandelsabsätzen geführt. Das britische Wirtschaftswachstum hat sich im ersten Quartal bereits deutlich abgeschwächt (+0,3% gegenüber +0,7% im letzten Quartal 2016). Die britische Währung könnte die größte Variable für die Anpassung der Wirtschaft bleiben. Sie weist ein starkes Leistungsbilanzdefizit auf und das wird sich aufgrund der Ungewissheit durch den Brexit immer schwieriger finanzieren lassen.

In der Eurozone sind die französischen Wähler hingegen dem Sirenenengesang der Patentlösungen nicht erlegen. Die Möglichkeit eines wertschöpfenden Zyklus von Reformen hat sich also verstärkt, auch wenn deren Umsetzung schwierig sein wird. Das Streben nach mehr Konvergenz in der wirtschaftlichen Entwicklung Frankreichs und Deutschlands ist ebenfalls ein bedeutender Fortschritt für das Überleben der europäischen Projekts. Diese Aussicht könnte der Eurozone den Status einer glaubwürdigen Alternative zu den USA als sichere und wachsende Wirtschaftsregion verleihen. Konkrete Anzeichen für diese Neugewichtung, die von historischer Bedeutung wäre, kann es jedoch bestenfalls erst nach den deutschen Wahlen im September geben.

Erhöhte Instabilität der Märkte

Vor etwas mehr als einem Jahr begann der Aufwärtstrend der weltweiten Wirtschaftsindikatoren, der Rohstoffpreise und der Inflation. Insbesondere China hat gerade sein Programm zur Konjunkturankurbelung über Kredite eingeleitet. Heute stellt sich die Frage, wie die nächste Phase des Zyklus aussieht.

China ist mittlerweile bestrebt, das Wachstum von Bankkrediten einzudämmen. Auch weltweit wird die Frage nach einer Straffung, der nach wie vor äußerst akkommodierenden geldpolitischen Rahmenbedingungen wieder aufkommen. Schließlich lässt sich nunmehr kaum noch durch politische Ungewissheit davon ablenken. Wenn das nominale weltweite Wachstum (Volumenwachstum plus Inflation) weiterhin, wenn auch nur moderat, anzieht, werden die Zentralbanken die Normalisierung ihrer Geldpolitik im zweiten Halbjahr beschleunigen müssen und

damit die Bewertung von Finanzwerten bremsen. Sowohl die Fed als auch die chinesische Zentralbank dürften sich dafür einsetzen. Die EZB wird ihrerseits ihre Absichten klarstellen müssen.

Die zyklischen Sektoren, die stark zugelegt haben, sind nicht als einzige mit dieser Aussicht konfrontiert. Die Technologiewerte haben eine Performance hingelegt, mit der sie Prämien gegenüber dem Marktdurchschnitt aufweisen, die es zuvor nur zur Zeit der TMT-Blase im Jahr 2000 gegeben hat.

Die Marktbewertungen sind ihrerseits lediglich eine Feststellung und kein Faktor, der eine Trendwende auslösen könnte. Doch diese Feststellung ist natürlich ein Faktor der Instabilität. Er verstärkt das Potenzial einer Überreaktion auf externe Schocks oder Enttäuschungen, die im zweiten Halbjahr durchaus denkbar sind.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die Rückkehr des Primats der Wirtschaft über die Märkte die Daseinsberechtigung der Fundamentalanalyse untermauert. Es erinnert uns heute daran, dass die Märkte seit einem Jahr auf der Grundlage eines weltweiten Konjunkturzyklus steigen, der von der Konjunkturankurbelung Chinas, der Hoffnung auf expansionistische Wirtschaftspolitiken und sehr günstige geldpolitische Bedingungen genährt wird. Gleichzeitig sollte allen bewusst sein, dass die Zyklen nicht ewig dauern und dass man von nun an sehr wachsam auf Zeichen für eine Trendwende achten muss.

Anlagestrategie

Aktien

Nachdem die Hürde der französischen Wahlen überwunden war, haben die europäischen Märkte ihren Aufwärtstrend praktisch ununterbrochen fortgesetzt. Es ist jedoch festzustellen, dass die großen weltweiten Indizes ebenfalls in gleichem Maße gestiegen sind, sodass die Bewertungsdifferenz zwischen Europa und der übrigen Welt unverändert bleibt. So waren im Mai bessere Wertentwicklungen in Asien auf den indischen, chinesischen und koreanischen Märkten zu verzeichnen.

Die Verstärkung unserer Positionen auf diesen Märkten zu Jahresbeginn über indische Bankwerte wie IndusInd oder koreanische Technologietitel wie Samsung war im Mai zu unserem Vorteil. Wir haben zudem über den Monat die Diversifizierung unserer Technologiewerte in Richtung von Titeln, die weniger teuer oder bekannt sind als die großen amerikanischen Internet-Werte, weiter vorangetrieben. So haben wir in den USA eine Position in Zayo Group aufgenommen, ein Breitband- und Internet-Anbieter. Schließlich haben wir unsere Positionen im Energiesektor auf amerikanische Schieferölproduzenten konzentriert, die vom Engagement Saudi-Arabiens und der OPEC für die Stabilisierung des Rohölpreises profitieren dürften. Außerdem haben wir unsere Positionen in Erdöldienstleistern aufgelöst, die unter einem längerfristigen Einfrieren der Fördermengen durch das Erdölkartell leiden könnten.

Anleihen

Wenngleich sich die amerikanische Notenbank entschlossen zeigt, ihre Geldpolitik zu normalisieren, bleibt die EZB im Hinblick auf den Zeitplan und die Modalitäten des Ausstiegs aus ihren unkonventionellen Maßnahmen extrem zurückhaltend. Hierdurch könnten die europäischen Zinssätze trotz der Beschleunigung des Konjunkturaufschwungs und der Stabilisierung der Inflation in der Eurozone auf niedrigem Niveau verankert bleiben.

Wir haben dies genutzt, um das Carry unserer Zinsstrategien über eine moderate Aufstockung unserer Position in italienischen Zinsen zu stärken. Wir haben zudem aus taktischen Erwägungen den abrupten Anstieg der brasilianischen Zinsen genutzt, um unser Exposure in brasilianischen Anleihen, das wir gegen das Währungsrisiko abgesichert haben, vorübergehend zu erhöhen. Wenngleich die politische Ungewissheit mehrere laufende Reformen wie etwa die der Renten verzögern könnte, bleiben die Fundamentaldaten des Landes – sowohl hinsichtlich der Zahlungsbilanz als auch der Inflation – sehr solide. Sie werden bei den Realzinsen, die zu den höchsten weltweit gehören, nicht hinreichend berücksichtigt.

Währungen

Der Euro setzte seinen Aufwärtstrend gegenüber dem US-Dollar fort und legte diesem gegenüber in den vergangenen zwei Monaten um 4% zu. Von dieser Entwicklung haben wir mit einer auf die Einheitswährung konzentrierten Strategie in vollem Umfang profitiert. Unsere Absicherungen auf das britische Pfund zahlten sich ebenfalls aus, während der Ausgang der für Anfang Juni angesetzten allgemeinen Wahlen im Vereinigten Königreich ungewisser geworden ist. Unsere Zurückhaltung gegenüber Schwellenländerwährungen hat uns letztendlich ermöglicht, die Ausschläge der Volatilität der brasilianischen Währung vor dem Hintergrund des politischen Skandals schadlos zu überstehen.

Quelle: Bloomberg, 29.05.2017

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 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.