2017: Jeder Wunsch hat seinen Preis

Januar 2017

Autor/en
Didier Saint-Georges

Veröffentlicht am
4. Januar 2017

Länge
6 Minuten Lesedauer

Wie bereits im vergangenen Monat erwähnt („Es kommt Wind auf", Dezember 2016), hat der globale Konjunkturzyklus, der im ersten Quartal 2016 einen Tiefpunkt erreicht hatte, im übrigen Jahresverlauf allmählich wieder Fahrt aufgenommen und zuletzt im November einen deutlichen Impuls durch die unerwartete Wahl von Donald Trump zum US-Präsidenten erhalten. Das Jahr 2017 beginnt also unter positiven Vorzeichen, begünstigt durch zyklische Faktoren. Insofern ist im Moment eine weiterhin positive Performance der Aktienmärkte gerechtfertigt. Statt sich vor einer x-ten Enttäuschung über das Wachstum zu fürchten oder sich auf die zahlreichen politischen Risiken in Europa zu konzentrieren, auf die schon etliche Male hingewiesen wurde, sollte man sich dieses Mal daher vielleicht die entscheidende Frage nach den Folgen des Anziehens der Konjunktur stellen. Denn dieser leichte Konjunkturaufschwung geht mit zwei logischen Konsequenzen einher: Einem – ebenfalls zyklischen – Anziehen der Inflation und einer Stärkung des Dollars.

> Man muss sich die Frage nach den Folgen der anziehenden Konjunktur stellen

Geleitet vom Wunschdenken, dass sich die wirtschaftlichen Aussichten verbessern, könnten die Märkte fast vergessen, die Konsequenzen bezüglich der Anfälligkeit der Anleihemärkte und damit einhergehend für die Bewertungen der Aktienmärkte zu prüfen. Das wäre sehr unvorsichtig.

Der vom „Trump-Effekt" gepushte Konjunkturzyklus"

Wir haben oft darauf hingewiesen, dass einer der häufigsten Fehler von Wirtschaftsexperten darin besteht, strukturelle Tendenzen und zyklische Entwicklungen miteinander zu vermischen. Die schwindelerregende Anhäufung von Schulden weltweit sowie der Mangel an öffentlichen und privaten Investitionen der vergangenen acht Jahre verurteilen das potenzielle weltweite Wachstum und die langfristige Inflation zur Kraftlosigkeit. Aber diese generelle Tendenz spricht keineswegs gegen zwischenzeitliche zyklische Entwicklungen. Ganz im Gegenteil – das Schrumpfen des Handlungsspielraums der Regierungen und Zentralbanken begrenzt ihre Fähigkeit, zyklische Ausschläge abzufedern, die dadurch noch heftiger sein können. Wir befinden uns wahrscheinlich am Beginn einer solchen Entwicklung.

Wie im November bereits erwähnt, muss man die Wahl von Donald Trump als einen Katalysator für die Konjunktur verstehen. Bereits jetzt deutet sich an, dass die amerikanische Wirtschaft wieder Fahrt aufnimmt. Der Index des Verbrauchervertrauens hat sich von seinem tiefsten Stand seit 2007 erholt - und zwar weit über das von der Mehrheit der Wirtschaftsexperten erwartete Maß hinaus. Auch Unternehmen reagieren positiv auf das Wahlergebnis, denn nach den ersten seit der Wahl veröffentlichten Zahlen liegt das Wachstum der Bestellungen von Investitionsgütern zum ersten Mal seit 2015 wieder im positiven Bereich (+1,8% im November). Dieser Aufschwung hat einen globalen Charakter: In Japan zog die zyklische Industrieproduktion im November mit einem Plus von 2,9% weiter an, was dem höchsten Wert seit 30 Monaten entspricht. In Europa verbessert sich die Industrieproduktion nur langsam, wenngleich der ifo Geschäftsklimaindex in Deutschland zulegt und mittlerweile seinen Stand von Anfang 2014 erreicht hat. Der Konjunkturaufschwung ist also spürbar, und das bereits bevor die von Donald Trump versprochene Fiskalpolitik zur Ankurbelung der Wirtschaft ins Spiel kommt. Daher kann sich die Sektorrotation, die im ersten Quartal 2016 auf den Aktienmärkten eingesetzt hat, ohne Weiteres fortsetzen.

Zyklisches Wiederaufflammen der Inflation

Die erste Begleiterscheinung dieser weltweiten wirtschaftlichen Trendwende ist ein allmähliches Anziehen der Inflation. Der vorherige Konjunkturabschwung ging mit einem Anstieg des US-Dollars von Mitte 2014 bis 2015 einher, begleitet von einem starken Rückgang der Rohstoffpreise und einem Einbruch des Ölpreises. All das hatte die strukturellen Deflationstendenzen vorübergehend verstärkt. Nunmehr hat sich dieses Phänomen jedoch umgekehrt. Die Pause des Dollar-Anstiegs hat ein starkes Anziehen des Ölpreises und die positive Stimmung in der Wirtschaft im Jahr 2016 ermöglicht. Diese zyklische Verbesserung wird somit von einem Wiederaufleben inflationistischer Signale begleitet, wenngleich auf sehr niedrigem Niveau.

Die nominale Inflationsrate in den USA könnte aus unserer Sicht im ersten Halbjahr 2017 durchaus die 2,5%-Marke überschreiten, noch bevor sich in einer zweiten Phase Lohndruck bemerkbar macht. China ist die jährliche Erzeugerpreissteigerung in den vergangenen zwölf Monaten von -6% auf +3% geklettert. In der Eurozone stieg sie von -4% Ende April 2016 zum Jahresende auf 0%. Auch wenn es sich hier noch nicht um Inflation handelt, ist der Basiseffekt in Europa erheblich und diese Trendwende zählt für die Märkte. Sie dürfte mit leichter Verzögerung dieselbe Tendenz auch bei den Verbraucherpreisen fördern. In Japan ist die Inflation weiterhin gering, aber nachdem sie seit Mitte 2014 kontinuierlich gesunken und im vergangenen Jahr sogar in den negativen Bereich gefallen war, hat sie im vierten Quartal 2016 zum ersten Mal wieder angezogen.

Die Anleihemärkte an vorderster Front

Die Fortsetzung der extrem akkommodierenden Geldpolitik der Zentralbanken hat bislang die Anpassung der Anleihemärkte an dieses erneute Anziehen der Preise verzögert. Die Zinsen auf deutsche Staatsanleihen bei knapp 0,3% haben kaum wieder das Niveau von Anfang 2015 erreicht. Selbst die Zinsen auf amerikanische Staatsanleihen liegen trotz ihres jüngsten Anstiegs weiter unter dem Niveau von Mitte 2014. Der leichte Konjunkturaufschwung in Verbindung mit einem Wiederaufflammen der Inflation könnte in den kommenden Monaten dazu beitragen, das Vertrauen der Märkte in die Entschlossenheit der Zentralbanken, die Zinssätze knapp über Null zu halten, auf eine harte Probe stellen. Das ist ein bedeutendes Marktrisiko, auf das man sich 2017 einstellen muss.

Die Stärke des Dollars – die Crux des Programms Trump

Wie wir im vergangenen Dezember bereits erwähnten, ist „die Beschleunigung der Kapitalflüsse in Richtung USA (...) als eine möglicherweise sehr starke Kraft zugunsten des Dollars zu sehen“. Ein Vergleich mit dem Anstieg des Dollars nach der Wahl von Ronald Reagan im Jahr 1980 wäre übertrieben, schließlich war das Umfeld ein völlig anderes. Aber es könnte hilfreich sein, sich anzuschauen, was vor kürzerer Zeit nach der Umsetzung des im Jahr 2004 unter der Präsidentschaft von George W. Bush verabschiedeten „Homeland Investment Act“ geschah. Diese Maßnahme sah steuerliche Anreize vor, um Investitionen im Ausland wieder ins Land zurückzuholen, und zog 2005 einen Kapitalzufluss von etwa 300 Milliarden Dollar nach sich. Der bedeutendste Effekt war ein Anstieg des Dollars im Jahresverlauf um 15% (obwohl ein bedeutender Anteil der rückgeführten Beträge bereits auf Dollar lautete). Nach seinem jüngsten Anstieg könnte der Dollar eine Pause einlegen. Doch die allmähliche Straffung der Geldpolitik der Fed und die Verringerung des amerikanischen Leistungsbilanzdefizits könnten den Dollar anschließend wieder in den Vorwärtsgang schalten, insbesondere gegenüber den derzeit anfälligen Währungen Pfund und Yen.

Angesichts der instabilen Anleihemärkte könnte ein Konjunkturaufschwung sich selbst zum Verhängnis werden

Das Paradox guter Nachrichten

Es besteht natürlich die Möglichkeit, dass die Radikalität des Programms von Donald Trump zur Konjunkturankurbelung vom Kongress stark zurückgestutzt wird. Man kann auch nicht ausschließen, dass seine protektionistischen Versprechen den Welthandel belasten. In Europa ist die Zunahme der politischen Risiken beruhigenderweise in aller Munde. Doch paradoxerweise übersieht die Fokussierung auf diese Risiken vielleicht das Wesentliche, denn der Konjunkturaufschwung geht vielweit vonstatten und über den Trump-Effekt hinaus. Dies erklärt das Verhalten der Aktienmärkte seit drei Monaten. Der Aufschwung ist jedoch rein zyklischer Natur und aufgrund der von den Zentralbanken seit Jahren künstlich am Boden gehaltenen Zinsen könnte er im Laufe des Jahres eigene Gegenkräfte erzeugen. Turbulenzen an den Anleihemärkten, erst recht, wenn diese mit einem Anstieg des Dollars einhergehen, würden für die amerikanische Wirtschaft eine deutliche Verschlechterung der finanziellen Rahmenbedingungen bedeuten. Dies käme zudem zu einem Zeitpunkt, an dem der Konjunkturzyklus erste Anzeichen von Erschöpfung erkennen ließe. So werden die Aktienmärkte, nachdem sie zunächst weiterhin von der Verbesserung der Konjunktur profitiert haben, mit der Anpassung der anderen Anlageklassen an das neue Umfeld konfrontiert sein.

Da die Macht der Zentralbanken weiter schwindet, kehrt das Primat der Konjunkturzyklen an die Märkte zurück und damit eine aktive Verwaltung der Portfolios.

In diesem Sinne wünschen wir Ihnen ein dynamisches und florierendes Jahr 2017.

Quelle : Bloomberg, 04/01/2017

Anlagestrategie

Aktien

Die Aktienmärkte haben zum Jahresende eine erfreuliche Rally hingelegt, die es rechtfertigte, unser Exposure dicht an seinem Höchstwert zu belassen. Die Schwellenländer haben sich insgesamt stabilisiert, allerdings mit bedeutenden Unterschieden von Land zu Land. Erdölexporteure behaupteten sich vor dem Hintergrund eines Anstiegs der Rohölpreise um über 10% innerhalb eines Monats besonders gut. Diese Hausse stützt sich zum einen auf die Verbesserung der Fundamentaldaten, die wir das ganze Jahr über beschrieben haben (anhaltender Anstieg der Nachfrage und Drosselung der Produktion außerhalb der OPEC), aber auch auf das von den Mitgliedern des Kartells unterzeichnete Abkommen über eine Reduktion der Fördermengen. Diese Entscheidung wird zusätzlich bekräftigt durch die stillschweigende Übereinkunft der erdölproduzierenden Länder außerhalb der OPEC, ihr Angebot zu begrenzen. In diesem für Erdölgesellschaften günstigen Umfeld haben wir unsere Auswahl amerikanischer Energiewerte mit der Hinzunahme von Hess Corporation zu Monatsbeginn weiter aufgestockt.

Es sind jedoch die japanischen und vor allem die europäischen Märkte, die im Dezember die besten Wertentwicklungen verzeichneten, insbesondere Bank- und Erdölwerte. Wir haben unsere japanischen Finanzwerte im Monatsverlauf mit dem Aufbau einer Position in Nomura Holdings ergänzt. Und wir haben unsere Kaufpositionen auf Futures auf Bankenindizes der Eurozone beibehalten, um taktisch von deren Rally zu profitieren.

Der Portfolioaufbau hat weiterhin entscheidende Bedeutung, um Performance und Risikomanagement miteinander in Einklang zu bringen.

Anleihen

Der Aufwärtstrend bei den amerikanischen Zinsen hat in Dezember eine Pause eingelegt; die 10-jährigen US-Papiere schlossen des Jahr unter 2.5%. Das prägende Ereignis des Monats war das Nachgeben europäischer Zinsen und der einiger Schwellenländer wie Brasilien. Uns kamen vor allem unsere Positionen in italienischen und brasilianischen Schuldtiteln zugute. Die Verengung der Kreditspreads in Europa war ebenfalls für unsere Positionen in Finanzanleihen von Vorteil.

Unsere Anleihestrategie blieb über den Monat weitgehend unverändert. Die Risikoreduzierung wurde beibehalten, ebenso wie die selektive Positionierung in europäischen Unternehmensanleihen und Schwellenländeranleihen in Lokalwährungen (abgesichert gegen das Währungsrisiko). Wir haben letztendlich an unseren Verkaufspositionen auf amerikanische Staatsanleihen festgehalten, auch wenn die Konvergenz zwischen der Break-even-Inflation und der realen Inflation in den USA kurzfristig das Potenzial für eine weitere Anhebung der amerikanischen Zinsen begrenzen könnte.

Währungen

Die US-Währung hat im Dezember den in den beiden vorangegangenen Monaten verzeichneten Aufwärtstrend fortgesetzt, allerdings mit nachlassender Intensität. Wenngleich man sich mittlerweile die Frage bezüglich der Toleranz der amerikanischen Behörden im Hinblick auf eine gleichzeitige Straffung der finanziellen Bedingungen für die Währung und die Zinsen stellen kann, bevorzugen wir weiterhin den Dollar und in geringerem Maße den Euro.

Die Schwellenländerwährungen sind weiterhin sehr volatil, auch wenn das Anziehen der Rohölpreise im Laufe des Quartals Unterstützung für die Währungen leistete, die eng mit ihnen korreliert sind, wie beispielsweise der Rubel. Der Yen setzte seinen Abwärtstrend fort, denn die von der Bank of Japan geschaffene Transparenz im Hinblick auf ein Festhalten an den 10-jährigen Zinsen von nahezu 0% hat die Rückkehr von Carry-Strategien gefördert, die die japanische Währung belasten. Wir erhalten daher unsere Absicherungen auf den Yen aufrecht.

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.