Drei Überlegungen für 2018

Januar 2018

Autor/en
Didier Saint-Georges

Veröffentlicht am
4. Januar 2018

Länge
7 Minuten Lesedauer

Präzise Vorhersagen zu den Märkten sind wenig hilfreich. So war beispielsweise vor einem Jahr die Konsensmeinung der Analysten, dass der Index S&P über das Jahr 6% zulegen würde, was er aber bereits nach sechs Wochen tat. Dieselben Analysten erwarteten für das Jahr 2008 einen durchschnittlichen Anstieg des Index um 10%, als er letztendlich um 40% einbrach. 2017 wurden die besten Wertentwicklungen oft von Anlegern erzielt, die zu Jahresbeginn von einem starken Dollar und einem Anstieg der Zinsen ausgingen. Doch sie haben ihre Meinung geändert, ihre Analyse vergessen und sich den Trends angeschlossen oder hatten das Glück, zwangsläufig größtenteils in Euro investiert zu sein.

Die Formulierung eines Basisszenarios ist gewiss ein unabdingbarer Ausgangspunkt (wir haben unseres für 2018 in der Carmignac's Note vom vergangenen Dezember „Vergebliche Kassandrarufe?" vorgestellt). Doch ein solches Szenario muss im Zusammenhang einer Analyse der Risiken – der positiven wie der negativen – stehen: Es sollte sich auf das Verständnis der wichtigsten Faktoren stützen, der Faktoren, die bei einer signifikanten Wende einen entscheidenden Einfluss auf die Märkte haben könnten, nach oben wie nach unten.

Diese Analyse der Risiken und Chancen sollte nicht davon abhalten, opportunistisch zu sein. Das Jahr 2017 hat uns vor Augen geführt, in welchem Maße man es hätte viel stärker sein müssen. Eine Risiko- und Chancenanalyse hat sich jedoch langfristig als unverzichtbar erwiesen, wenn man über Marktzyklen hinweg eine solide Performance erzielen will.

Diese Faktoren sollten in drei getrennten, wenngleich voneinander abhängigen Bereichen analysiert werden: Konstellation der Märkte (Bewertungen, Liquidität, Positionierungen, Vertrauen, Mittelflüsse), Wirtschaft (Wachstum, Inflation, Zinssätze) und Politik (Risiko staatlicher Kreditnehmer, geopolitisches Risiko, Umschwenken der Wählerschaft).

Die Analyse zeigt: die Finanzmärkte werden in diesem Jahr noch stärker als im letzten Jahr von Faktoren abhängen, die noch mehr Wachsamkeit erfordern.

Politik

Dieser Bereich ist zu Recht in der Regel nicht der wichtigste für die Märkte, denn die Prognosen in diesem Bereich sind noch willkürlicher als in der Wirtschaft, was in verstärktem Maße auch für ihre Auswirkungen auf die Märkte gilt. Da man die durchaus bedeutenden Wahltermine in den USA, Großbritannien und Europa letztendlich vernachlässigen konnte, sind die Anleger nunmehr geneigt, den politischen Bereich nahezu vollständig außer Acht zu lassen. Diese derzeitige Gelassenheit erscheint ungerechtfertigt, und zwar aus den folgenden drei Gründen.

Zunächst wirken sich die finanziellen und wirtschaftlichen Konsequenzen politischer Ereignisse oft erst mit zeitlichem Verzug aus. Es wäre daher logisch, dass die britische Wirtschaft die Konsequenzen des Brexit-Referendums in diesem Jahr wesentlich schmerzhafter zu spüren bekommt als im letzten Jahr. Der Rückgang des britischen Pfunds wird aufgrund der damit verbundenen Verteuerung importierter Produkte stärker an der Kaufkraft der privaten Haushalte zehren. Gleichzeitig wird die zweite Phase der Verhandlungen zwischen Großbritannien und der Europäischen Kommission mit Blick auf die Bedingungen ihrer künftigen Handelsbeziehungen zusätzliche Ungewissheit schaffen: Es ist nach wie vor unsicher, wie die Verhandlungen ausgehen. Dies gilt ebenso für die Zukunft der Regierung May, was für Investitionen im Vereinigten Königreich kaum förderlich ist. Und schließlich würde eine Straffung der Geldpolitik durch die Bank of England zur Verteidigung ihrer Währung die Schwäche der Wirtschaft weiter verschärfen. Vor diesem Hintergrund beginnen wir das Jahr mit einer Verkaufsposition auf das britische Pfund, die sich als gewinnbringend erweisen dürfte, sofern eine Abwärtsspirale einsetzt.

In den USA wird die protektionistische Rhetorik des Kandidaten Trump, die 2017 in der Agenda des Präsidenten in den Hintergrund gerückt war, wahrscheinlich ein Comeback erleben. In diesem Umfeld eines wiederbelebten Kreuzzugs, insbesondere gegen China, wäre es dann wahrscheinlich, dass ein wettbewerbsfähigerer Dollar zu den rasselnden Säbeln des amerikanischen Präsidenten gehören wird. Wir gehen daher mit einer sehr breiten Absicherung unserer Anlagen in Dollar gegen das Währungsrisiko in das Jahr 2018. Man beachte, dass diese Aussicht andererseits ein potenzieller Performancetreiber für unsere Anlagen aus dem Schwellenländeruniversum sein dürfte, die wir aufgestockt haben.

Der zweite Grund, der der politischen Komponente im Laufe dieses Jahres neue Bedeutung verleiht, sind mehrere Wahlen in Mexiko und Brasilien: In beiden Ländern werden die Ergebnisse der Parlamentswahlen die Reformkurse bestätigen oder aber auch nicht. Zudem werden die Bildung einer Regierung in Deutschland sowie die Wahl in Italien im März sehr konkrete Signale einer Bestätigung oder einer Zurückweisung der neuen europaweiten Reformdynamik senden, die Präsident Macron im vergangenen Jahr in Frankreich angestoßen hat. Man sollte vor allem sehr genau auf die Zinsen auf Staatsanleihen der Peripherieländer achten. Im Falle eines positiven politischen Ausgangs, was unser Basisszenario ist, dürfte die in unseren Portfolios stark übergewichtete Einheitswährung hiervon profitieren.

Im Nahen Osten lauern heute Gefahren der politischen und damit wirtschaftlichen Instabilität, die wir sehr genau im Auge behalten sollten. Die Geschichte zeigt, dass Regime, die lange Zeit autokratisch waren, sich erheblich destabilisieren, wenn sie schließlich – in der Regel unter Druck – vorsichtige eine Art Entspannungspolitik einleiten. Dies ist eine Gefahr, die Präsident Xi Jinping in China klar erkannt hat und sorgfältig vermeidet. Unsere Positionen bei westlichen Erdölproduzenten, insbesondere in den USA, sowie in Goldunternehmen bilden eine Versicherungspolice gegen die Zunahme des politischen Risikos in dieser Region.

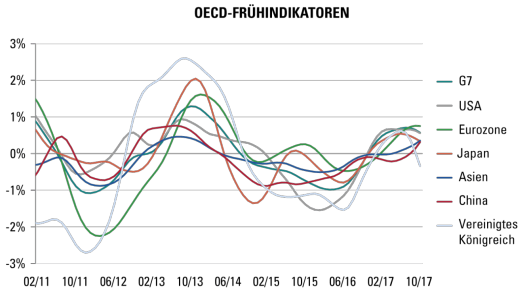
Wirtschaft

Jede Enttäuschung beim weltweiten Wachstum würde Wachstumswerte begünstigen – in den USA sowie in den Schwellenländern

Dass der weltweite Konjunkturaufschwung eine Verlängerung erlebt und stellte die große und positive Überraschung des Jahres 2017 dar. In den USA schloss der von Citibank veröffentlichte Überraschungsindex auf seinem Allzeithoch, und in der Eurozone erreichte derselbe Indikator – wenngleich er nicht einen ebenso spektakulären Höhenflug machte – Ende November 2017 immerhin seinen höchsten Stand seit 2010.

Ohne den Ökonomen zu nahe treten zu wollen, sei erwähnt, dass dieser Index ein recht zuverlässiger konträrer Indikator für künftige Überraschungen ist. Denn nun, da sich die wirtschaftlichen Prognosen für 2017 als bei weitem zu pessimistisch erwiesen haben, werden sie für 2018 natürlich nach oben korrigiert, und das zu einem Zeitpunkt, in dem die Zuversicht, der Konsum und das Wirtschaftswachstum Spitzenwerte erreichen. Obwohl die Weltkonjunktur im Laufe des Jahres weiterhin solide verlaufen dürfte, bleiben Risiken hinsichtlich einer Enttäuschung bestehen.

Diese Aussicht beinhaltet eine Risikokomponente für die Aktienmärkte, insbesondere für die zyklischen Sektoren, die bisher von der amerikanischen Steuerreform und vom europäischen Aufschwung unterstützt wurden. Doch sie eröffnet auch Chancen, insbesondere in den USA, wo das Risiko einer Enttäuschung aus unserer Sicht am höchsten ist. Denn indem es die Anfälligkeit des Dollars erhöht und der Anhebung der Zinsen Grenzen setzt, begünstigt dieses Szenario sehr stark die Bewertung von Wachstumswerten in den USA und den Schwellenländern, die in unseren Portfolios stark vertreten sind.



Quelle: Carmignac, 31/10/2017

Konstellation der Märkte

Der Gipfel der Marktpreis-Verzerrung wurde 2017 sicher erreicht

Zu sagen, dass sämtliche Aktienmärkte seit nunmehr fast zehn Jahren eine historische Hausse erleben, ist noch vorsichtig ausgedrückt. Die Kapitalisierung der Aktienmärkte hat sich weltweit seit ihrem Tiefpunkt von 2009 verdreifacht, und noch bemerkenswerter ist, dass diese Performance von einer parallelen Performance der Märkte für Staats- und Unternehmensanleihen begleitet wurde. Man muss sich an dieser Stelle das Ausmaß der Ironie dieser Kettenreaktion vor Augen führen. Denn es war doch das Scheitern der Zentralbanken bei der Ankurbelung der Inflation, das den systematischen Ankauf von Anleihen durch Geldschöpfung über viele Jahre hinweg gerechtfertigt hat, was unweigerlich den Anstieg aller Anlageklassen wider jegliche wirtschaftliche Vernunft ausgelöst hat. Der immer schwerer wiegende Einfluss der passiven und auf Algorithmen basierenden Anlagen hat dieses Phänomen noch verschärft.

Der Gipfel der Verzerrung der Marktpreise wurde im Jahr 2017 gewiss erreicht, als die endlich eingetretene Konjunkturerholung, die den Anstieg der Aktienmärkte beschleunigt hat, immer noch keine deutliche Anpassung der Anleihenmärkte bewirkt hat. Dieses Jahr könnte in dieser Hinsicht ein bedeutender Wendepunkt sein. Denn obwohl diesem 2009 von den Zentralbanken ausgeschüttete Menge an Liquidität den Märkten 2018 nicht brutal entzogen werden dürfte, wird sich dennoch der gesamte monatliche Mittelzufluss allmählich verringern, bis er zum Jahresende wahrscheinlich versiegt sein wird. Und die US-Notenbank wird sich ihrerseits zum ersten Mal im Modus des Nettoentzugs von Liquidität befinden. Diese historische Wende zu steuern, ohne abrupte Korrekturen der Märkte auszulösen, wird eine unvergleichliche Herausforderung für die Zentralbanken. Und da selbst die meisten traditionellen „Fluchtwerte" für die Anleger teuer geworden sind, wird das Risikomanagement zwangsläufig auf eine aktive Verwaltung des Exposures über geeignete Absicherungsinstrumente zurückgreifen müssen.

Wie wir einleitend bereits erwähnt haben, sind diese drei politischen, wirtschaftlichen und technischen Bereiche zwar voneinander getrennt, stehen aber in gegenseitiger Abhängigkeit. Ein verspätetes Wiederaufkommen von Inflationsdruck würde die Zentralbanken dazu veranlassen, die Straffung ihrer Geldpolitik zu beschleunigen, und würde verdeutlichen, wie teuer die Anleihenmärkte sind. Andererseits würde eine Enttäuschung beim Wachstum oder gar der Inflation die Glaubwürdigkeit der Zentralbanken auf die Probe stellen. Das Anlegervertrauen, das sich in den Bewertungen und in einer historisch niedrigen Volatilität widergespiegelt hat, wird anfällig für die Steuerung der Zentralbanken, aber auch für das politische Umfeld sein. Die Märkte bilden ein System, dessen innere Beziehungen ungekannte Verzerrungen aufgrund der Intervention der Zentralbanken erlebt haben. Das gesamte System wird von diesem Jahr an einen weiteren Wandel erleben und völlig neue Risiken und Chancen hervorbringen.

Quelle: Bloomberg, 02.01.2018

Anlagestrategie

Aktien

Die Aktienmärkte befanden sich Ende des letzten Jahres 2017 auf der Sonnenseite, was im Dezember von den Schwellenländern befeuert wurde, insbesondere von Brasilien. Dank unserer Exposures, die dicht an ihren zulässigen Obergrenzen liegen, und unserer Übergewichtung auf den Schwellenländermärkten konnten wir von dieser Entwicklung profitieren. Auf Sektorebene konnten wir dank unserer ausgewogenen Allokation Gewinnmitnahmen bei bestimmten Technologietiteln durch unsere Positionen in Rohstoffen (Goldminen und Erdölproduzenten) abfedern, die über den Monat solide Zuwächse verzeichneten. Wir setzen im Übrigen die Diversifizierung unserer Positionen in Technologiewerten fort, indem wir nach neuen Anlageideen suchen, mit denen sich positive Effekte aus den laufenden strukturellen Veränderungen ziehen lässt. So haben wir auf unserer jüngsten Research-Reise in den USA eine Position in Shopify eröffnet, eine Multimarken- und Multikanal-Plattform im e-Commerce.

Wir haben zudem der in den USA verabschiedeten Steuerreform Rechnung getragen und unser Exposure im amerikanischen Finanzsektor aufgestockt. Wir haben unter anderem eine Position in Synchrony Financial, einem Anbieter von Finanzdienstleistungen für Privatkunden, aufgenommen. Während der Konjunkturzyklus wahrscheinlich seinen Gipfel erreicht hat, beginnen wir das neue Jahr mit einer starken Titelauswahl, die aber nach geografischen Regionen und Sektoren gut diversifiziert und ausgewogen ist.

Anleihen

Die Verabschiedung eines bedeutenden Steuersenkungsprogramms durch den US-Kongress sowie die Entscheidung der Fed, ihren Leitzins ein weiteres Mal anzuheben, hatte der Markt bereits berücksichtigt, sodass es zu keinen bedeutenden Zinsbewegungen kam. Die Zinsen auf amerikanische sowie die auf deutsche Staatsanleihen zogen somit über den Monat um weniger als 10 Basispunkte an. Dank der geschickten Steuerung durch die Zentralbanken und insbesondere des Engagements Mario Draghis für Geduld und Vorsicht bei der Normalisierung der Geldpolitik der Eurozone konnten sich die Renditen der als Flutwerte geltenden Staatsanleihen im Jahr 2017 insgesamt weitgehend unverändert halten. Das Jahr 2018 wird hingegen für die EZB schwieriger werden, während die Fed ihre Normalisierung unbeirrt fortsetzt, was die Beibehaltung unserer Verkaufspositionen auf deutsche Zinsen rechtfertigt.

In den Anleihesegmenten, die attraktive Risikoprämien bieten, konnten wir dank unserer Diversifizierung die gemischten Entwicklungen im Laufe des Dezembers abfedern. Am Rand der Eurozone profitierten wir von einem massiven Nachgeben der griechischen Renditen im Dezember, während die italienischen Zinsen wieder anzogen. Bei den Schwellenländerschuldtiteln setzten unsere brasilianischen Positionen ihre Rally im Dezember fort, während unsere mexikanischen Positionen unter dem geopolitischen Umfeld litten.

Währungen

Der Euro schloss 2017 im positiven Bereich mit einer Aufwertung gegenüber dem Dollar von über 10% über das gesamte vergangene Jahr. Wir erkennen in der Schwäche der US-Währung strukturelle Elemente, die uns veranlassen, in unserer Währungsstrategie an einer überwiegenden Allokation in der Einheitswährung festzuhalten. Die Dollarschwäche war ein unterstützender Faktor für die Schwellenländerwährungen, mit Ausnahme des mexikanischen Peso, der unter dem heimischen politischen Umfeld und den angespannten Neuverhandlungen des nordamerikanischen Freihandelsabkommens (NAFTA) zu leiden hatte. Wir hatten dieses Risiko bei unserer jüngsten Research-Reise jenseits des Atlantiks erkannt und selektive Absicherungspositionen auf die mexikanische Währung in unseren Schwellenländerfonds aufgenommen. Zum Thema Währungen, die von geopolitischen Risiken beeinträchtigt werden könnten, halten wir ebenfalls Absicherungspositionen auf das britische Pfund in unseren weltweiten Fonds.

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.