Finanzmärkte im Spannungsfeld zwischen übermäßigem Vertrauen und Misstrauen

Autor/en
Gergely Majoros

Veröffentlicht am
13. September 2021

Länge
6 Minuten Lesedauer

Während der Sommer zu Ende geht und die positive Entwicklung der Aktienmärkte anhält, gibt es zwei Angelegenheiten, denen Anleger besondere Aufmerksamkeit widmen sollten. Die erste ist die jüngste Verschärfung der Regulierungen in China. Die zweite ist für die Aktienmärkte ebenso wichtig und betrifft die zukünftige Entwicklung der Anleiherenditen.

Die Frage des politischen Risikos Chinas

Die jüngsten Regulierungsschritte, die insbesondere bestimmte Segmente der chinesischen New Economy betreffen, sind deutlich restriktiver als die beiden Male zuvor, in den Jahren 2015 und 2018. Sie erfolgten in kurzer Zeit in mehreren Unterbereichen der New Economy und zielen darauf ab, das Ausufern mehrerer Aspekte (marktbeherrschende Stellungen, Ungleichheit), die erhebliche Auswirkungen auf die Wertentwicklungen haben, dauerhaft zu korrigieren. Ist nun davon auszugehen, dass die chinesischen Behörden die großen Internetfirmen im Namen des angestrebten gemeinsamen Wohlstands oder im Namen der strategischen Rivalität zwischen den USA und China im Tech-Bereich auf Dauer schwächen? Werden sie Privateigentum beschneiden und die Rechtsstrukturen („Variable Interest Entities“) verändern, die eingeführt wurden, um Börsengänge chinesischer Firmen im Ausland zu ermöglichen? Nach unserer Überzeugung lautet die Antwort: Nein.

Diese Logik stünde in starkem Widerspruch zu den notwendigen und strategischen Bemühungen, die chinesischen Kapitalmärkte schrittweise zu öffnen. Dank der vor ein paar Jahren geschaffenen Verbindung („stock-connect“) zwischen Hongkong und den chinesischen Börsen profitiert China heute von einem kontinuierlichen Investitionsfluss. Dies ist ein entscheidender Schritt im Hinblick auf die Öffnung der chinesischen Märkte. Diese Logik würde im Übrigen auch dem langfristigen Ziel zuwiderlaufen, den Yuan zu einer internationalen Reservewährung zu machen.

Die zentrale Kommission für Finanz- und Wirtschaftsangelegenheiten (Central Financial and Economic Affairs Commission) hat außerdem vor kurzem die gesellschaftspolitischen Ziele der Partei näher erläutert, wobei sie betonte, dass es sich bei den Veränderungen um einen allmählichen Prozess handelt und sie dafür sorgen will, dass das Umfeld für den privaten Sektor in China günstig bleibt. Außerdem bestätigen verschiedene Aussagen der chinesischen Behörden in den letzten Tagen, dass der Finanzplatz Hongkong für China wichtig ist und das Land nicht vorhat, den Notierungen an US-Börsen ein Ende zu setzen.

Wäre es angesichts angesichts des Ausmaßes der aktuellen regulatorischen Maßnahmen nicht notwendig, ein gewisses Risiko oder zu für chinesische Unternehmen allmählich ein auf Dauer höheres politisches Risiko zu berücksichtigen? Auch davon gehen wir nicht aus.

Die meisten angekündigten Schritte decken sich mit den langfristigen politischen Zielen und Ambitionen der chinesischen KP. Die im Namen des gemeinsamen Wohlstands gegen die immer offenkundigeren Negativeffekte der marktbeherrschenden Stellung bestimmter Akteure der New Economy für die Zivilgesellschaft gerichteten Schritte der chinesischen Behörden mögen hart erscheinen – im Grunde basieren sie jedoch auf denselben Sorgen, die auch westliche Industrienationen umtreiben. Im Bildungsbereich manifestierte sich die keineswegs auf China beschränkte Problematik der wachsenden Ungleichheit bei den Bildungschancen der Kinder außerdem in den horrenden Kosten für außerschulischen Privatunterricht oder im Preisanstieg bei Immobilien in der Nähe der guten Schulen. Im Bereich der Menü-Lieferdienste beispielsweise haben sich die prekären Arbeitsverhältnisse der Millionen von freiberuflichen Auslieferern zu einem sozialen Problem entwickelt.

Nach unserem Dafürhalten ist China ein Markt, in den man auf jeden Fall weiter investieren kann

Die aktuelle Regulierungswelle, die bestimmte Unternehmen der chinesischen New Economy im Visier hat, hat dazu geführt, dass deren Kursentwicklung erheblich von der US-amerikanischen Technologiebranche abweicht. So ging der Nasdaq Golden Dragon China Index, in dem einige führende Unternehmen der chinesischen Tech-Branche enthalten sind, in den ersten acht Monaten des Jahres um 27% zurück, während der Nasdaq Composite Index im gleichen Zeitraum um 18% stieg. Sie zog sogar eine Korrektur von bestimmten Segmenten der chinesischen Börse nach sich, die nicht unmittelbar im Visier der neuen Maßnahmen stehen. So büßten beispielsweise auch Anbieter von Cloud-Dienstleistungen oder Betreiber von Rechenzentren, die die notwendige Infrastruktur für die Internetfirmen bereitstellen, einen großen Teil ihrer Börsenkapitalisierung ein. Dies bedeutet, dass viele Unternehmen nun gegenüber ihren historischen Kennzahlen und vergleichbaren US-Unternehmen sehr attraktive Bewertungen aufweisen.

Aus all diesen Gründen ist China nach unserem Dafürhalten ein Markt, in den man auf jeden Fall weiter investieren kann – unter der Voraussetzung, dass man sich selektiv positioniert. Wir halten daher an unserer überzeugungsbasierten Auswahl an Titeln aus der chinesischen New Economy fest. Unser Ansatz basiert weiterhin auf der Ermittlung von Unternehmen mit hohem Wachstumspotenzial, die gut geführt sind, solide Bilanzen aufweisen und von langfristigen, erkennbaren Trends profitieren. Angesichts des Tempos, mit dem zuletzt Ankündigungen aufeinander folgten und der Richtung, in die diese gehen, erscheint es uns im Übrigen immer wahrscheinlicher, dass das neue regulatorische Umfeld mit der Zeit klarer werden dürfte. Dies wird es Anlegern ermöglichen, die neuen Informationen nach und nach in die Bewertungen aufzunehmen und selbst zu beurteilen, wie hoch die Attraktivität dieser Unternehmen tatsächlich ist.

Zinsmärkte derzeit richtungslos

In Übereinstimmung mit unserem zentralen Szenario einer anstehenden zyklischen Verlangsamung, das wir in der letzten Carmignac's Note vom Juli „Der Konjunkturzyklus ist unausweichlich" erläutert hatten, sind die Renditen auf den Zinsmärkten seit Anfang des Sommers rückläufig. Doch ist es angebracht, sich in den nächsten Monaten weiterhin im Renditerückgang zu positionieren? Davon sind wir nicht überzeugt.

Die erwartete Erholung auf dem Arbeitsmarkt könnte auf längere Sicht zu einem deutlichen Anstieg der Löhne insbesondere von gering qualifizierten Arbeitnehmern führen. Darüber hinaus dürften bestimmte Bestandteile der Berechnung der monatlichen Inflationszahlen, beispielsweise die Mieten (40% des Warenkorbs), ansteigen und an die Stelle der durch die Unterbrechungen der Lieferketten ausgelösten Preisanstiege treten. Der Inflationsanstieg dürfte sich somit fortsetzen.

Die Fed könnte mit einer Art „Stagflation 2.0" konfrontiert werden

Die Fed scheint ganz allmählich die Normalisierung ihrer Geldpolitik einleiten zu wollen. Ihr wichtigster Indikator, der Arbeitsmarkt, zeigt erste Anzeichen von Spannungen, obgleich die Delta-Variante nach wie vor Wachsamkeit erfordert. Nach dem Treffen in Jackson Hole zeichnet sich ab, dass die Reduzierung der Anleihenkäufe mit Ende des Jahres, wahrscheinlich im Dezember, beginnen könnte. Die Fed ist jedoch immer noch in einer schwierigen Lage. Die Verringerung der haushaltspolitischen Unterstützung im Jahr 2022 wird zweifellos zur Verlangsamung des Wachstums der US-Wirtschaft beitragen. Ihr Wachstumstempo dürfte jedoch weit über ihrem Potenzial bleiben und somit weiter für Preisdruck sorgen. Somit könnte die Fed mit einer Art „Stagflation 2.0" konfrontiert werden, d. h. sowohl mit einer Konjunkturverlangsamung als auch einem Anstieg der Inflationserwartungen. Das würde die Festlegung einer optimalen Geldpolitik außerordentlich erschweren.

Die Aussichten auf haushaltspolitische Unterstützung durch die Biden-Regierung sind weiterhin ungewiss. Zuletzt scheinen erhebliche Fortschritte bei der Ausgestaltung der nächsten Konjunkturprogramme erzielt worden zu sein. Dennoch ist das Vorhaben der Biden-Regierung, noch vor den US-Zwischenwahlen 2022 innerhalb weniger Monate zwei wichtige Programme durchzubringen – ein parteiübergreifendes Paket für die „physische" Infrastruktur und ein Paket für die „menschliche" Infrastruktur –, sehr gewagt. Genaueres zu diesen Konjunkturprogrammen dürften wir frühestens im Oktober erfahren.

In Europa ist die Lage weniger angespannt als in den USA. Die Inflationserwartungen, die verglichen mit dem Ziel der Europäischen Zentralbank sind zunächst sind werden weiter im Mittelpunkt ihrer Überlegungen stehen. Die Diskussion über eine Verlängerung des aktuellen Programms (PEPP), das Ende März 2022 beendet soll, hält an und hat das Szenario einer automatischen Rückkehr zum früheren Kaufprogramm (APP) verdrängt. Wir behalten eine höhere modifizierte Duration unserer Portfolios in Europa, wobei wir jedoch äußerst selektiv bleiben.

Aus diesen Gründen halten wir eine sehr direktionale Positionierung in den Anleihemärkten für verfrüht. Unsere Anlageverwaltung auf den Anleihemärkten bleibt daher vorsichtig und flexibel.

Daher wäre blindes Vertrauen in die kommenden geldpolitischen Beschlüsse in unseren Augen zurzeit ebenso ungerechtfertigt wie übermäßiges Misstrauen gegenüber China. Bei unserem Anleihemanagement gehen wir sehr vorsichtig vor und sind bereit, uns an die Entwicklung der geld- und haushaltspolitischen Bedingungen anzupassen. Innerhalb unserer Aktienkomponente sind Growth-Aktien, die sich auch im Falle eines enttäuschenden Wachstumsszenarios halten können, übergewichtet. Zudem halten wir an unseren Positionen in China fest, einer Titelauswahl mit sehr hohem Potenzial und einer zuletzt wieder sehr ansehnlichen Kursentwicklung.

Anlagestrategie

Aktien

Die Aktienmärkte setzten im Sommer ihre ungleichmäßige Aufwärtsbewegung fort. In den Industrieländern wurde der Aufschwung durch die gestiegenen Unternehmensergebnisse für das 2. Quartal und das für Risikoanlagen noch immer günstige Zinsumfeld beflügelt. Nachdem China eine stärkere Regulierung von Großkonzernen angekündigt hatte, gerieten die Schwellenmärkte hingegen unter Druck. Da die Regierung dabei ist, ihre Ziele zu präzisieren, dürfte der Markt die Situation besser erfassen können und sich schließlich stabilisieren.

In China haben wir ein äußerst selektives Exposure und konzentrieren uns auf Unternehmen, die im Inland tätig sind und von den langfristigen Regierungsplänen profitieren. Unsere Anlagen bieten weiterhin attraktive Wachstumsperspektiven und bergen von den aktuellen Niveaus aus unseres Erachtens ein hohes Kurssteigerungspotenzial. Unsere Titel konzentrieren sich auf folgende Sektoren: Technologie (Cloud, Halbleiter und Internet), Gesundheit und erneuerbare Energien.

In den Industrieländern setzt eine Trendwende bei den Frühindikatoren ein, und die Inflation könnte unerwartet hoch ausfallen. Gleichzeitig sind die Gewinnerwartungen rückläufig, da sich die Anleger auf den Ausblick für 2022 konzentrieren. Wir richten den Fokus daher weiter auf Unternehmen, die dank einer hohen Gewinntransparenz und Preissetzungsmacht von diesem Umfeld profitieren dürften. Nur sehr wenige Unternehmen sind jedoch in der Lage, sich unter diesen Bedingungen zu behaupten. In einem Umfeld, in dem die Performanceunterschiede zunehmen könnten, dürfte die Titelauswahl daher wieder unser Hauptperformancetreiber werden.

Anleihen

Fed-Präsident Jerome Powell wiederholte auf der Konferenz in Jackson Hole, dass er eine Einleitung der Reduzierung der Anleihenkäufe noch vor dem Jahresende befürwortet, sofern sich die Arbeitsmarktzahlen bestätigen. Das Umfeld für kurz- bis mittelfristige US-Anleihen bleibt komplex, denn Faktoren wie die Delta-Variante, der dynamischen Arbeitsmarkt und die Ungewissheiten hinsichtlich der Haushaltspolitik und des Privatverbrauchs stehen einem zunehmenden Inflationsdruck gegenüber, der länger anhalten könnte als erwartet. Diese Ungewissheit spiegelt sich in der Marktentwicklung der letzten Wochen wider.

In diesem Umfeld haben wir eine modifizierte Duration auf moderatem Niveau. In Europa haben wir das Exposure in Staatsanleihen von Nicht-Kernländern, in denen wir in den vergangenen Monaten investiert waren, verringert. Bei Staatsanleihen bevorzugen wir daher nach wie vor Länder, die über deutlichen Spielraum für politische Lockerungen verfügen, wie z. B. China. Das Land, dessen Konjunkturzyklus bereits fortgeschritten ist, zeichnet sich durch weitgehend positive Realzinsen sowie geld- und fiskalpolitischen Spielraum aus – ganz anders als die von finanzieller Repression geprägten westlichen Märkte.

Bei Unternehmensanleihen könnten der potenzielle Liquiditätsentzug und die geringere Wachstumsdynamik zu einer Ausweitung der Kreditspreads führen. In diesem atypischen Zyklus, in dem finanzielle Repression und stark negative Realzinsen weiter Bestand haben, dürfte sich eine äußerst aktive Positionsauswahl jedoch auszahlen.

Quelle: Carmignac, Bloomberg, 31.08.2021

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.