



TRUMP ODER MERKANTILISMUS 3.0

Von Didier Saint-Georges

Member of Investment Committee

Managing Director

Wie ein Drahtseilartist setzten die Aktienmärkte bis Ende April ihre Gratwanderung zwischen einer sich erholenden Wirtschaft und einer unschlüssigen geldpolitischen Unterstützung fort (siehe unsere Note vom April "Gleichgewicht der Kräfte"). Ab Mai wurden Anleger durch die Auswirkungen der immer härter werdenden Haltung der Trump-Administration in ihren Handelsgesprächen mit China wieder daran erinnert, wie zerbrechlich dieses Gleichgewicht ist.

So sind die Aktienmärkte nach einigem Hin und Her mittlerweile

wieder auf die Niveaus von Ende März zurückgefallen. Die Anleihenmärkte senden hingegen weiterhin das eindeutige Signal einer sich auf dem falschen Kurs befindlichen und deflationären Weltwirtschaft.

Im Moment stellt sich für die Märkte folgende, zentrale Frage: Wird ein erneutes Anziehen des weltweiten Wachstums, gestützt durch das chinesische Konjunkturprogramm, günstige Basiseffekte nach dem Einbruch von 2018, weltweit

akkommodierende Geldpolitiken und die robuste amerikanische Wirtschaft, die Oberhand über die Konjunkturabschwächung in den USA gewinnen? Diese Abschwächung ist eine verspätete Folge der übermäßigen geldpolitischen Straffung im Jahr 2018, des natürlichen Fortschreitens eines lange andauernden Konjunkturzyklus und der Boo-

merang-Effekte einer unverkennbar merkantilistischen Handelspolitik, die jeglichen Aufschwung der Weltwirtschaft verhindert.



Quelle: Carmignac

“
Zum ersten Mal seit dreißig Jahren könnte die Geopolitik den Welthandel erneut massiv beeinträchtigen.
”

Unsere heutige Einschätzung ist unverändert: Der Erhalt des Gleichgewichts zwischen diesen beiden Kräften ist fragil und das Potenzial für einen eventuellen Aufschwung wird weitgehend von sowohl strukturellen (Überschuldung, geldpolitische Beschränkungen) als auch konjunkturellen (Handelsspannungen) Einschränkungen gebremst. Auf längere Sicht muss man sich

fragen, welche globalen Auswirkungen die zunehmende Rivalität zwischen den USA und China haben könnte. Zum ersten Mal seit dreißig Jahren könnte die Geopolitik den Welthandel massiv beeinträchtigen.

USA gegen China: Gibt es genug Platz für zwei merkantilistische Mächte?

Es sieht so aus, als hätten die Märkte einige Zeit gebraucht, um einzuräumen, dass die jüngsten Spannungen zwischen den USA und China eher eine strategische Rivalität als einen Handelskonflikt widerspiegeln. Das Buch *Death by China* von Peter Navarro, einem engen Berater von Donald Trump, stammt aus dem Jahr 2011 und bringt ganz eindeutig den berühmten „Thukydides-Komplex“ zum Ausdruck,

den die USA heute gegenüber China empfinden (analog zur Rivalität, die Sparta im antiken Griechenland gegenüber dem zunehmenden Imperialismus Athens empfand und die zum Peloponnesischen Krieg führte).

Auf weniger martialische Weise lassen sich die chinesisch-amerikanischen Spannungen auch als eine nicht unterdrückbare Rivalität zwischen zwei merkantilistischen Mächten interpretieren (siehe unsere Note vom April 2017, „Langfristig orientierte Anleger sollten dem Populismus misstrauen“). Die USA unter Donald Trump glauben nicht an die Vorzüge des Freihandels, als dessen „Opfer“ sie sich sehen. Stattdessen bevor-

zugen sie, wie im 17. Jahrhundert England, Holland oder das Frankreich Colberts, die energische Nutzung eines günstigen Kräfteverhältnisses gegenüber ihren Handelspartnern, um das Land durch die Produktion von Handelsüberschüssen und die Unterstützung heimischer Investitionen in die Industrie zu bereichern. Diese Handelspolitik führt natürlich

zu einer unmittelbaren Konfrontation mit jener Chinas, dem man nicht ganz unbegründet ebenfalls ein merkantilistisches Verhalten vorwirft. Logischerweise wird sie früher oder später auf alle Länder ausgeweitet, deren Handelsüberschuss gegenüber den USA den merkantilistischen Ambitionen der Trump-Administration zuwiderläuft – angefangen bei Deutschland und Japan.

”

Es zeigt sich, dass die zunehmenden

Handelsspannungen zwischen den USA und ihren Handelspartnern fester Bestandteil des von der Trump-Administration gewählten Wirtschaftsmodells sind und sich im Falle Chinas zu einer geostrategischen Rivalität gesellen. Die Intensität dieser Rivalität wird an der heftigen Attacke gegen Huawei, ein für China äußerst wichtiges Unternehmen, seitens der amerikanischen Regierung deutlich. Diese scheut sich nicht, von ihrer Macht Gebrauch zu machen und den chinesischen Konzern in eine tödliche Isolation zu drängen.

Das Problem für uns Anleger besteht darin, dass dieses infrage gestellte Modell der „glücklichen

Globalisierung“ der vergangenen Jahrzehnte zu den kurzfristigen Ungewissheiten auch die dauerhafte Gefahr einer Störung der weltweiten Logistikketten für die Margen der Unternehmen, einer Steigerung der Kosten für den Endverbraucher und einer Abschwächung des Welthandels hinzufügt. In diesem Umfeld fällt es schwer, ohne einen *Deus ex Machina* auf der geldpolitischen Bühne mit einer substanziellen Aufwertung der Aktienmärkte von ihren aktuellen Niveaus zu rechnen.

Haben die Zentralbanken noch die Kontrolle über ihren Stein der Weisen?

Die Märkte haben sich seit zehn Jahren daran gewöhnt, dass die Zentralbanken jede schlechte wirtschaftliche oder politische Nachricht mit einem geldpolitischen Zauber Schlag in eine gute Nachricht für die Märkte verwandeln. Das Jahr 2018 hat deutlich gemacht, wie groß diese gefährliche Abhängigkeit der Märkte von diesem Füllhorn ist. Zudem basierte ihr Aufschwung in den ersten vier Monaten des Jahres 2019 erneut auf der Botschaft, dass die Fed darauf verzichtet hatte, sie von ihrer langjährigen Abhängigkeit zu entwöhnen.

Das Problem für die Märkte besteht darin, dass der vor zwei Jahren begonnene Zinserhöhungszyklus zwar unterbrochen wurde, die amerikanische Wirtschaft sich aber in diesem Jahr weiter verlangsamt. Gleichzeitig dauert die Bilanzverkürzung der Fed noch bis September an. Obwohl die Hoffnung auf niedrigere Zinsen die Robustheit der Märkte unterstützt und eine weitere Aufwertung des Dollars verhindert, sogar während des Marktrückgangs im Mai, sieht es in Wirklichkeit so aus, dass die heute effektiv betriebene Geldpolitik das amerikanische

Wachstum trägt wie der Strick den Gehängten. Sie muss ihren Kurs deutlich anpassen, um die deflationären Auswirkungen der sich verhärtenden Handelsspannungen mit China auf ein bereits schwächelndes Wachstum einzudämmen. Dies gilt umso mehr, wenn die chinesische Währung deutlich abwerten sollte.

Das Risiko besteht also darin, dass der Druck der Märkte deutlich größer werden muss, bevor ein Kurswechsel der Geldpolitik die Lage hinreichend verändert. Die Handlungsspielräume der europäischen und der japanischen Zentralbank sind mittlerweile stark eingeschränkt. Das gilt insbesondere für die EZB. Von ihr werden wir im nächsten Monat erfahren, ob ihr neuer Präsident, der im Oktober die Nachfolge von Mario Draghi antreten wird, bei Bedarf ebenso flexibel und erfindungsreich ist wie sein Vorgänger.

Europa zwischen Hammer und Amboss

In diesem komplexen Umfeld befindet sich Europa in keiner starken Position. Neben der begrenzten geldpolitischen Unterstützung, die es sich erhoffen kann und die es im Falle eines „Währungskriegs“ zwischen China und den USA durch einen zu starken Euro belasten würde, ist Europa in mehreren

Bereichen verwundbar. Dabei geht es kaum um den jüngsten Ausgang der Europawahlen. Einige der großen traditionellen Parteien verloren zwar deutlich an Zustimmung, insbesondere in Frankreich und in Großbritannien, doch das Interesse an Europa wurde eher bestärkt. Die relative Bedeutung der europafeindlichen Parteien hat sich gegenüber 2014 kaum verändert und die wachsende Interessengemeinschaft für ausgeprägtere Wachstumspolitiken dürfte eher auf Konsens stoßen als zuvor.

Die Schwierigkeit liegt woanders. Sie liegt zunächst im Reformprozess, der dauerhaft unterbrochen zu sein scheint. Auf lokaler Ebene haben mehrere europäische Länder, wie etwa Italien und Frankreich, keinen neuen haushaltspolitischen Spielraum aufgebaut, um die nächste Konjunkturschwäche abzufedern. Zudem ist auf Ebene der Union das Macrons Projekt, ein europäisches Konjunkturbudget zu bilden, langfristig festgefahren. Ein weiterer Punkt, der Europa verwundbar macht, ergibt sich aus der sehr passiven Haltung gegenüber der chinesisch-amerikanischen Rivalität. Denn hierdurch könnte es gleichermaßen unter sich verschlechternden weltweiten Wirtschaftsaussichten (die Konjunktur Europas ist eng mit der Dynamik des Welthandels verknüpft) und einem eventuellen

und sei es noch so unsicheren Handelsabkommen zwischen China und den USA zu leiden haben, das auf dem Rücken Europas geschlossen würde. Der wirtschaftliche und politische Zusammenhalt Europas sowie die Macht der europäischen Konzerne reichen derzeit nicht aus, um ihre Interessen in einer Welt zunehmender merkantilistischer Rivalitäten zu verteidigen. Wird es dem europäischen Automobilsektor gelingen, sich der Rolle des ersten verwundbaren Sühneopfers zu entziehen?

Auf den Märkten herrscht also Misstrauen und Disziplin – trotz der Reue der Finanzanalysten, die nach und nach zu ihrem übermäßigen Pessimismus vom Jahresbeginn zurückkehren, als sie ihre Schätzungen der Unternehmensergebnisse für 2019 zusammenstrichen. Deshalb haben wir in den vergangenen zwei Monaten an einer zurückhaltenden Anlagestrategie festgehalten und diese weiter verstärkt. Sie kommt in den Aktienportfolios durch moderate Exposures zum Ausdruck, die wenig konjunkturabhängige Wachstumswerte bevorzugen. Die Anleihenportfolios zeichnen sich durch relativ hohe Durationen und äußerst selektive Positionen in Unternehmensanleihen aus.

Letzte Überarbeitung am 31.05.2019

Anlagestrategie

Aktien



Die Aktienmärkte sind nach ihrem Aufschwung zu Jahresbeginn wieder rückläufig. Der sich verschärfende Ton im Handelskrieg und die geringeren Hoffnungen auf eine schnelle Zinssenkung seitens der Fed haben erneut Befürchtungen der Anleger geschürt. In diesem Umfeld haben wir in den vergangenen zwei Monaten das Aktienrisiko schrittweise reduziert. Ende April, nach dem erfreulichen Aufschwung der Aktienmärkte, hatten wir unser taktisches Exposure in den zyklischsten Marktsegmenten zurückgefahren. Im Mai haben wir weitere Absicherungen auf den Technologiesektor vorgenommen, in dem einige Sektoren wie etwa Halbleiter im Umfeld eines sich zuspitzenden Handelskrieges besonders volatil sind.

Wie schon seit Jahresbeginn bleibt die Titelauswahl unser wichtigster Performancetreiber. Der Kern unseres Aktienportfolios ist weiterhin auf Werte ausgerichtet, die auch im Umfeld eines nach wie vor strukturell schwachen weltweiten Wirtschaftswachstums profitieren können. Dank unseres internationalen Anlageprozesses können wir in den USA, Europa und in China in den Sektoren Gesundheit und Technologie sowie in einigen Segmenten des Konsumgütersektors etwa bei Luxusgütern nach diesen Titeln suchen. So haben wir beispielsweise den amerikanischen Schmuckhersteller Tiffany hinzugenommen, bei dem die neue Geschäftsführung und das neue künstlerische Team die Strategie des Unternehmens überarbeiten dürften.

Quelle: Bloomberg, 31/05/2019

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. Wertentwicklungen der Vergangenheit lassen keine Rückschlüsse auf zukünftige Wertverläufe 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.

Carmignac Gestion - 24 place Vendôme - 75001 Paris. Tel: (+33) 01 42 86 53 35 – Von der AMF zugelassene Portfolioverwaltungsgesellschaft. Aktiengesellschaft mit einem Grundkapital von 15.000.000 Euro - Handelsregister Paris B 349 501 676.

Carmignac Gestion Luxembourg - City Link, 7 rue de la Chapelle – L-1325 Luxembourg. Tel: (+352) 46 70 60 1 – Tochtergesellschaft der Carmignac Gestion. Von der CSSF zugelassene Investmentfondsverwaltungsgesellschaft. Aktiengesellschaft mit einem Grundkapital von 23.000.000 Euro - Handelsregister Luxembourg B67549.

Anleihen



Seit Beginn des Jahres ermutigen die Fed und die EZB mit ihren Maßnahmen die Anleger am Anleihemarkt, Staatsanleihen der wichtigsten Industrieländer zu kaufen. Dieses Umfeld veranlasst uns, verbunden mit Befürchtungen hinsichtlich des weltweiten Wachstums, dazu, über Staatsanleihen eine erhebliche modifizierte Duration aufrecht zu erhalten, indem wir uns in Papieren der europäischen Länder (Belgien, Frankreich, Italien, Griechenland) und in amerikanischen Schultiteln positionieren. Neben dieser geografischen Diversifikation verteilen sich unsere Anlagen je nach Land auf verschiedene Durationen. Der Grund für diese Diversifikation sind die unterschiedlichen geldpolitischen Zyklen in den USA und im Rest der Welt.

In Europa, wo das Wirtschaftswachstum erneut unter seinem Potenzial liegt, ist der fünfjährige Inflationsindex innerhalb von drei Monaten von 1,6% auf 1,3% zurückgegangen. Dies wirft verstärkt die Frage nach der Glaubwürdigkeit der EZB in Bezug auf die Erfüllung ihres Mandats zur Gewährleistung der Preisstabilität auf. Hinzu kommen die strukturellen Schwächen Europas. Die Normalisierung der europäischen Geldpolitik ist aufgeschoben worden und begünstigt Strategien auf die Abflachung der Kurve und eine Verengung der Spreads bei erstklassigen europäischen Titeln.

Unsere Allokation in Schwellenländern basiert wiederum auf einem idiosynkratischen Ansatz mit Ländern wie Chile oder der Türkei. Bei den Unternehmensanleihen veranlassen uns der bereits lange Kredit-

zyklus und das starke Schrumpfen der Risikoaufschläge seit Jahresbeginn zu einem insgesamt vorsichtigen Risikoprofil. Wir lassen also ein hohes Maß an Selektivität walten, mit Titeln wie Altice, der von sich stabilisierenden Fundamentaldaten des Unternehmens und erneuten Zusicherungen der Unternehmensführung, der Entschuldung strategische Priorität einzuräumen, profitiert.

Währungen



Auf dem Währungsmarkt unterstützen die fortgesetzte Bilanzverkürzung der Fed bis zum September, die Zinsdifferenz zugunsten der USA und die politischen Ungewissheiten in Europa, insbesondere im Zusammenhang mit dem Brexit und den Europawahlen, tendenziell weiterhin den US-Dollar. Trotz der Phase der Risikoaversion konnte der US-Dollar jedoch kaum als Fluchtwert profitieren. Denn der Markt neigt dazu, eine Lockerung der Geldpolitik der amerikanischen Notenbank vorwegzunehmen, um den ersten Anzeichen einer Konjunkturschwäche in Verbindung mit der Vertiefung des doppelten Defizits von Handelsbilanz und Haushalt der USA entgegenzuwirken.

Mangels einer durch die wichtigsten Währungen bestätigten direktionalen Sicht behalten wir daher ein begrenztes Wechselkursrisiko, indem wir eine Übergewichtung im Euro und ein begrenztes Exposure im Dollar und im Yen beibehalten. Die Entwicklung der Schwellenländerwährungen ist weiterhin teilweise durch die Entwicklung des US-Dollar bedingt. Manche dieser Währungen bieten jedoch ganz vereinzelt Chancen, vor allem in Indien.