



„America Only“

Aktienmarktkorrektur im August

Schere zwischen USA und dem Rest der Welt geht auseinander

Outperformance der US-Technologie-Aktien

Dollar-Knappheit beeinflusst Schwellenländer massiv

Schaut die politische Landschaft derzeit gebannt auf die Doktrin des US-Präsidenten, die da „America first“ lautet, scheint bei den Aktieninvestoren derzeit das Gebot der Stunde „America only“ zu lauten.

Die Korrektur an den weltweiten Aktienmärkten weitete sich im August aus. Damit einhergehend trübte sich auch die Stimmung der Anleger in Europa und den Schwellenländern spürbar ein. Einzig die US-Börsen heben sich von diesem weltweiten Trend ab und scheinen derzeit die letzte Bastion zu sein, die die Anleger noch zu Aktienkäufen motiviert, trotz der Tatsache, dass von der US-Notenbank seit über einem Jahr ein restriktiverer Kurs gefahren wird.

Der MSCI World kann sich durch seine hohe Gewichtung an US-Aktien (über 50%) ebenfalls noch behaupten. Nach Studie der Investmentbank Bank of America Merrill Lynch stünde aber auch der weltweite Aktienmarkt bei einem Minus von über sechs Prozent für das Kalenderjahr 2018, sofern man die Performance der US-Technologie-Aktien herausrechnen würde. Außerhalb der USA sehen sich die Aktienmärkte derzeit mit unterschiedlichen Problemfeldern konfrontiert.

So macht Europa die politische Landschaft Sorgen. Wie ist der Rechtsruck, zuletzt in Schweden, zu bewerten? Was macht die neue Regierung in Italien? Der Haushaltsentwurf für 2019 steht an. Die Wahlversprechen „sollen“ eingelöst werden, u.a. massive Infrastrukturausgaben, die insbesondere nach dem Brückenunglück von Genua thematisiert werden. So oder so, es wird ein erhöhtes Haushaltsdefizit an Brüssel gemeldet werden. Daneben ist für Europa die Antwort immer noch offen, ob es zu einem harten oder weichen Brexit kommen wird. Die Zeit für einen geordneten Austritt wird allmählich knapp und die Unsicherheiten wachsen entsprechend, weil es für diesen Vorgang keine historische Blaupause gibt. Am 29. März 2019 will sich Großbritannien endgültig aus der EU verabschieden.

Die Schwellenländer stehen ebenfalls weiter im Fokus, bewegen sie sich doch im Zangengriff zwischen steigenden US-Renditen (und entsprechendem Dollarabfluß) und Einschränkungen durch die protektionistische Handelspolitik des US-Präsidenten. Nachdem der Aktienindex für die globalen Schwellenländer im dritten Quartal lange Zeit quasi nur die Richtung Süden kannte, zeichne

te sich zuletzt eine zarte Differenzierung in der Beurteilung ab. Der Abverkauf der türkischen Lira hat sich verlangsamt, während Argentinien und der IWF am einem Arbeitsprogramm arbeiten. Jedoch zeigen die aktuellen Beispiele China (kommen weitere Strafzölle im Volumen von 267 Mrd. USD?) und Japan, dass eine mögliche Verschärfung der Zollthematik immer nur einen Tweet entfernt ist.

Eine Eskalation dieser Drohschneise beinhaltet weiterhin die Gefahr einer Rezession der Weltwirtschaft. Die Gefahr wird von den Märkten in der Tat gesehen, abzulesen beispielsweise an den weltweit sich verflachenden Zinsstrukturkurven. In den USA ist die dafür relevante Zinsdifferenz so gering wie seit über einem Jahrzehnt nicht mehr.

Im Fokus stehen im September wiederholt die Notenbanken. Die US-Notenbank muss Farbe bekennen, wie sie die weitere Inflationsentwicklung einschätzt. Der jüngste US-Arbeitsmarktbericht zeigte für den August einen deutlich stärkeren Anstieg der Löhne. Die EZB ist von Zinserhöhungen nach wie vor entfernt. Nichtsdestotrotz wird sie wohl auf ihrer nächsten Sitzung das Ende vom „Quantitative Easing“ zum Jahresende bekanntgeben. Dieser Vorgang wird behutsam umgesetzt werden, dennoch müssen sich die Anleger nach vielen Jahren an weniger Liquidität aus dieser Richtung gewöhnen.

Die USA sind dagegen scheinbar die Insel der Seligen. Die Konjunktur läuft dort deutlich besser als in anderen Regionen, die Löhne ziehen an, der größte Binnenmarkt der Welt ist derzeit immun gegenüber Deglobalisierungstendenzen. Massive Infrastrukturmaßnahmen, Steueramnestie bei Dollarrückführungen und die jüngsten Steuersenkungen der Trump-Administration im weit vorangeschrittenen Konjunkturzyklus ziehen weiteres Folgekapital an.

Das führt in Summe zu einem globalen makroökonomischen Ungleichgewicht, in den Regionen, die stark in US-Dollar verschuldet sind, extreme Schwierigkeiten haben (siehe Türkei oder Argentinien) oder schwächeln, da sie sich nicht genügend emanzipieren können wie Europa. Europa und auch speziell Deutschland fehlen zudem die derzeit favorisierten Technologieunternehmen. Gefragte Aktien wie Amazon, Apple, Facebook, Google oder Microsoft sind hier schlicht nicht vertreten, die Titel aus dem problematischen Automobil-, Banken- und Versorgersektor dagegen überrepräsentiert. Kleines Zahlenspiel am Rande. Das oben genannte US-Quintett bringt die 2,5-fache Marktkapitalisierung des kompletten DAX auf die Waage.

Im Vorfeld der im November stattfindenden US-Zwischenwahlen werden die Märkte im Banne der Tweets unruhig bleiben. Wir erwarten jedoch anschließend Richtung Jahresende eine Mäßigung der Tonart und eine Aufhellung der derzeit angeschlagenen Investorenstimmung. Auch die US-Notenbank hat weder ein Interesse an einem abrupten Abwürgen der US-Konjunktur noch an einer Eskalation der Situation der Schwellenländer. Vor dem Hintergrund der Verschuldung der staatli-



HANSEN & HEINRICH AKTIENGESELLSCHAFT

Portfolio Management

August 2018

chen und privaten US-Haushalte, die die Höhen von vor der Immobilienkrise 2007 längst hinter sich gelassen haben, wird die FED zwangsweise beim „Wunsch“ höherer Zinsen eingeschränkt sein. Die Fallhöhe ist zu hoch, exakt 10 Jahre nach der Lehman-Pleite, die Erinnerungen zu präsent.

Bleiben die Zinsen jedoch überschaubar, wird früher oder später wieder die Dividende als Ertragsquelle von Aktiengesellschaften in den Vordergrund rücken. Der Drang zum Aktienkauf ist derzeit nicht sehr ausgeprägt. Der Anleger tendiert in seiner Stimmung derzeit eher ängstlich und mutlos, was vor dem aufgezeigten Umfeld nicht verwundert. Zudem hat sich die Markttechnik eingetrübt, sei es durch das Durchbrechen charttechnisch relevanter Marken in Europa oder der geringen und ungesunden Marktbreite bei US-Aktien oder wegen der hohen Investitionsquote der US-Fondsmanager.

Wir glauben ebenfalls, dass sich das konjunkturelle Umfeld nicht Richtung Rezession entwickeln wird. Das geben die harten Fakten, abzulesen bspw. am „Leading Economic Index“, in dem einzelne Indikatoren der Wirtschaftsentwicklung gemessen werden, derzeit nicht her. Es findet jedoch derzeit ein neuer Bewertungsprozess statt, welcher auch noch einige Wochen andauern wird, was mit Schwankungen an den Kapitalmärkten verbunden ist. Im Vergleich zu US-Aktien sind europäische Dividentitel günstiger, allerdings sind auch die Gewinnentwicklungen in den USA deutlich dynamischer. Welche Betrachtungsweise wird sich durchsetzen? Die hohe Gewinndynamik der USA, die womöglich durch Sonderfaktoren wie Steuerreform gekünstelt erscheint? In Europa fielen dagegen die Gewinne zuletzt. War dies Folge einer Zurückhaltung von Investoren und Konsumenten im Zusammenhang mit den Trump-Drohungen? Wird sich die Rhetorik nach den Zwischenwahlen im November ändern und die Wirtschaftsblöcke wieder zusammenfinden? Man hatte dies schon einige Male in diesem Jahr beobachten können, sei es zwischen USA und China oder USA und Europa.

Aktuell sind diese Fragen nicht abschließend zu beantworten und selbiges erklärt die deutlich zugenommene Kaufzurückhaltung. Europa bleibt abhängig von angelsächsischen Investoren. Sie sind es, die überwiegend investieren oder aber auch verkaufen. Dementsprechend bleibt es dabei, dass die weitere Kursentwicklung Europas sich so oder so in den USA entscheidet.

Der unerfreulichen Marktverfassung an den europäischen Aktienmärkten konnte sich im August auch der [Hansen & Heinrich Universal](#) nicht entziehen, wengleich er die Kursverluste des Marktes durch aktives Management etwas dämpfen konnte.

Wir hatten mit dem Verfallstag an der Terminbörse mit neuen Engagements etwas zurückhalten, so dass diese Liquidität stabilisierend auf den Fondspreis wirkte. Ursächlich für die größeren Kursbewegungen des Fonds war sicherlich auch der Umstand, dass im Zusammenhang mit den Problemen der Automobilindustrie auch deren Zulieferer in Sippenhaft genommen wurden. In den großen drei DAX-Autoaktien (BMW, Daimler und VW) haben wir schon seit längerem kein nennenswertes Engagement. Zuletzt war jedoch zu beobachten, dass Aktien, die auch nur teilweise Automobilzulieferer als Geschäftskunden haben, mit dem Markt abgestraft wurden. Als Beispiele sind Aktien von ASML Holding, Infineon, ST Microelectronics oder Wacker Chemie genannt, welche wir im Depot haben und somit von der eingetrübten Autobranchestimmung belastet sind. Schwache Börsenkurse stehen selten in Einklang mit einer differenzierten Anlegerbetrachtung. Reduziert haben wir unseren Anteil an Biotechaktien durch Verkäufe von BB Biotech und Evotec. Neu aufgenommen haben wir das spanische Textilindustrieunternehmen Inditex. Die Aktie gehörte in den letzten zwei Monaten mit den zu den schwächsten Aktien im EuroStoxx50.

Auch der [Strategie H&H](#) konnte sich diesem Umfeld nicht komplett entziehen und gab im August um 0,75% ab. Weltweite Risikostreuung über verschiedene Anlageklassen wurde nicht honoriert. Man hätte ausschließlich US-Technologie-Aktien und deutsche Staatsanleihen im Depot haben müssen, was bewertungstechnisch nicht zu rechtfertigen und unter Aspekten der Risikominimierung nicht angemessen ist. In unserem letzten Bericht hatten wir über Limitorders berichtet. Diese kamen teilweise zum Tragen. An schwächeren Tagen konnten wir somit, gerade im festverzinslichen Bereich, attraktive Opportunitäten wahrnehmen. Diese Disziplinierung ist im Vorfeld wichtig.

Im Aktienbereich wurden unsere Kursziele bei Marine Harvest und Viscofan erreicht. Diese Aktien wiederum zeigten gerade in den letzten Wochen eine beeindruckende relative Stärke. Der Verkaufserlös verbleibt vorerst in der Liquiditätsquote.

Bei den Seitwärtsstrukturen trennten wir uns von Discountstrukturen auf E.on und Total schon vor Fälligkeit, da die Rendite mittlerweile zu gering war. Diese hatten ursprünglich sehr attraktive Chance/Risikoparameter, da wir sie im deutlichen Kursrückgang Anfang Februar bei großer Marktunsicherheit erworben hatten. Das zeigt uns heute aber auch noch einmal deutlich, dass es gerade diese unruhigen Phasen sind, die Chancen liefern, was uns bei allem September-Blues nicht die Zuversicht verlieren lässt.


Andreas Fritz


Andreas Heinrich


Christian Böhm


Dr. Lars Slomka