

Gedankenordnung zu den aktuellen Marktturbulenzen

Eine überraschende Währungsabwertung in China ist Ausgangspunkt einer umfangreichen Marktkorrektur. Weltweit sind Aktienmärkte auf dem Rückzug (Kursverluste im zweistelligen Bereich) und Währungs- und Anleihenmärkte im Anpassungsmodus. Wir sehen eine sich selbst nährende und beschleunigende Abwärtsbewegung, die man in einigen Bereichen als Kapitulation des Marktes bezeichnen kann.

Was ist passiert / der Auslöser

- Abwertung des Yuan:
 - Nach Jahren der Aufwertungs politik wurden die Marktteilnehmer von einem schwächeren Yuan überrascht:



Quelle: Bloomberg; USD/CNY 5 Jahre

- Wie ist das passiert/wie so ist dies so überraschend: China hat kein flexibles Wechselkurs-Regime, in dem der Markt Wechselkurse frei bestimmt. Jeden Morgen reichen Market Maker (Großbanken, die teilweise staatlich kontrolliert sind) CNY/USD Kurse bei der Chinesischen Zentralbank, der People's Bank of China (PBoC), ein, die auf dieser Basis das Wechselkursniveau festlegt. In den letzten Jahren war das Resultat in der Regel ein starker Yuan. Doch nun wurde in einem sehr kurzen Zeitraum ein niedrigerer Wechselkurs festgelegt.
- Die PBoC argumentiert nicht abgewertet zu haben, sondern den Marktkräften mehr Spielraum eingeräumt zu haben. Der IWF begrüßte diesen Schritt im Rahmen der Erwägung den Yuan als SDR (Special Drawing

Rights) zu akzeptieren; ein für China auch politisch wichtiger Schritt.

- Schwache Chinesische Handelszahlen: Das Exportwachstum sank jüngst ebenfalls deutlich. Importzahlen, zum Beispiel von Rohstoffen, sind ebenfalls rückgängig – trotz sinkender Rohstoffpreise
- Starker Kursverfall an den Chinesischen Börsen, nach einem steilen Anstieg seit Herbst letzten Jahres. Das massive Eingreifen der chinesischen Behörden (Marktsuspendierung einer Vielzahl von Aktien und Ankauf von Aktien) hat nur begrenzte Wirkung gezeigt.



Quelle: Bloomberg; Shanghai Shenzhen CSI 300 (A-Shares) 5 Jahre

- Weiter fallende Rohstoffpreise (seit 2011 rückläufig)

Was befürchten Marktteilnehmer

- Ein anhaltend schwaches Wirtschaftswachstum der Weltwirtschaftslokomotive China, daher wurden
 - insbesondere auch stark von China abhängige Unternehmen (Automobilindustrie, Industrie-

güterbranche etc.; in Deutschland zum Beispiel BMW, Daimler etc.).

- Rohstofflastige Emerging Markets (wie zum Beispiel Brasilien oder Südafrika) an der Börse abgestraft. Man befürchtet, dass die Chinesen weniger kaufen und, dass Konsumenten weltweit indirekt betroffen sein werden.
- Die Incentivierung eines Währungskrieges, in dem insbesondere exportlastige Länder einen Abwertungswettlauf ihrer Währungen begehren, um ihre Exportgüter zu verbilligen.
- Eine Abkehr der Chinesischen Politik den Binnenkonsum und Import zu stärken (wofür eine starke Währung hilfreich ist) und Rückkehr auf eine sehr exportbasierte Wirtschaft
- Ansteckungseffekte auf andere Länder, bis hin zu einer Verschiebung der erwarteten Zinserhöhung der Amerikanischen Zentralbank Fed: Diese Währungsabwertung eines weiteren (neben Japan, Europa) so wichtigen Landes erhöht den desinflationären Druck (durch einen steigenden USD werden Importe günstiger und das Preisniveau senkt sich insgesamt) in USA weiter. Das könnte die US-Zentralbank bald in ein Dilemma bringen: Einerseits verbessert sich der Arbeitsmarkt seit der Finanzkrise kontinuierlich und das Wirtschaftswachstum liegt für 2015 wohl immerhin über 2%. Andererseits steigt die Inflation trotzdem nicht – zumal der starke USD und sinkende Rohstoffpreise als bremsende Faktoren wirken.

In Perspektive gesetzt

- Es wird nach wie vor global monetär stark stimuliert (es wird Geld von den Zentralbanken in die Märkte und Wirtschaft gedrückt); sei dies durch QE Programme in Europa oder Japan oder eben jetzt durch die Interventionen in China. China

hat zum Beispiel in den letzten 12 Monaten drei Mal die Zinsen gesenkt bzw. Refinanzierungssätze angepasst. Auch in den USA sind die Zinsen historisch gesehen extrem niedrig, so dass auch eine mögliche Zinserhöhung um 0.25% daran nichts ändern kann. Offene Geldschleusen sind in der Regel immer positiv für die Börsen.

- Rezessionen und Baissen beginnen zudem in der Regel beim Vorliegen einer inversen Zinsstruktur (kurzfristige Zinsen liegen höher als die langfristigen), etwas was wir derzeit ebenfalls nicht haben.
- Die Chinesische Wirtschaft hat in den letzten Jahrzehnten ein beispielloses Wirtschaftswachstum hingelegt. Eine gewisse Abschwächung war zu erwarten.
- Die Bewertungen von Aktien – insbesondere in Europa und in Japan, aber nach Eintritt der Korrektur nun auch im restlichen Asien und insbesondere im Vergleich zu Bonds – scheinen uns nach wie vor vernünftig zu sein: zum Beispiel sind KGVs von unter 16 in Europa im historischen Vergleich nicht hoch (historischer Durchschnitt: um die 19). Auch Dividendenrenditen sind auf sehr hohem Niveau.
- Anlagealternativen für die Berge von Liquidität sind nicht mehr viele vorhanden: Unternehmensanleihen korrigieren ebenfalls und deren Renditen sind alles andere als attraktiv, Rohstoffe befinden sich seit längerem in einem sekulären Bärenmarkt etc.
- Stimmungsindikatoren deuten insgesamt nicht auf eine allgemein hohe Euphorie hin – ebenfalls eine oftmals wichtige Bedingung, dass Märkte sich an einem „top“ befinden.
- Chinas Politik hat noch ein beachtliches Arsenal zur Verfügung, um einem wirtschaftlichen Abschwung entgegenzutreten. Wie so oft in panikartigen

Bewegungen ist für viele Marktteilnehmer die Ungewissheit bestimmend: Was weiß die PBoC, was wir nicht wissen? Steckt mehr hinter der Abwertung als sie sagen? Wird es eine Kapitalflucht geben?

Unsere Einschätzung

- Wir denken aktuell nicht, dass die aktuellen Turbulenzen schon der Beginn einer sekulären Börsen-Baisse ist, sondern lediglich eine überfällige zyklische Korrektur darstellt.
- Wir glauben, dass die aktuellen Turbulenzen zwar ausgeprägter als sonst ausfallen (Fallhöhe und zeitlicher Intervall) und die Volatilitäten in den September hinein hoch bleiben dürften (sicherlich bis hin zur Zinsentscheidung am 17. September durch die US Fed). Doch solange die Notenbanken ihre Schleusen nicht markant schließen werden, werden v.a. Aktien – trotz etwas rückläufigen Wachstumswahlen aus China – genügend Rückenwind haben, um wieder weiter steigen zu können. Insbesondere in Europa (aber auch in Japan) sehen wir auf Jahresende hin und hinein ins erste Quartal 2016 noch diesbezügliches Potential.
- Wir glauben auch, dass die Wahrscheinlichkeit einer deutlichen, ersten Zinserhöhung der amerikanischen Notenbank im September diesen Jahres deutlich gesunken ist.

Was nun zu tun ist

Wir beobachten aktuell vor allem die Marktdynamiken sehr genau; Preis-Volumen-Verhältnisse und technische Indikatoren geben Aufschluss über das Panikniveau und die weitere Richtung im Markt, die Zeichen einer Überreaktion und einer Entfernung von den fundamentalen, wirtschaftlichen Daten sind. In einer solchen Situation erhöhen u.a. Stop-Loss-Positionen und Margin-Calls den Verkaufsdruck. Zum Beispiel war beim S&P 500

nun zu beobachten, dass die Marktbreite der bisherigen Unterstützung immer „dünner“ wurde - d.h. der Markt wurde nur noch von wenigen Sektoren (und diese von wenigen Einzelaktien) gestützt. Dagegen sind Panik-Buys auf der Bondseite ausgeblieben. Aktuell suchen viele Marktteilnehmer auch einfach Liquidität und verkaufen, wo immer sie diese bekommen können.

Als langfristig aufgestellter Investor dürfen wir, insbesondere in einer solchen Situation, die strategische Ausrichtung des Portfolios nicht aus dem Auge verlieren und können es uns zum Glück leisten, weiter mit ruhiger Hand zu operieren. Nun nicht einem Aktionismus oder gar einem Automatismus folgen zu müssen, zahlt sich in der Regel in solchen, nicht einfachen Situationen aus. Das ist ein großer Vorteil.

Auch wenn unsere Portfolios im aktuellen Umfeld gelitten haben, haben unsere Absicherungen und die systematische, breite Diversifizierung den Fall abgefedert. Sollten wir mit unseren oben beschriebenen Annahmen falsch liegen und die Marktkorrektur anhalten, werden wir uns nicht scheuen, die bereits vor einigen Wochen und Monaten eingegangene Absicherungspositionen (derzeit auf den US Markt durch S&P 500 und NASDAQ 100 Futures) zu erhöhen bzw. diese auf neue Märkte auszuweiten. Je nach weiterer Marktentwicklung könnte allerdings Zukaufen eine alternative Handlungsoption darstellen; eine Stabilisierung des VIX, FX-Relationen, Gvt-Bond Yields und eine positive Volumenentwicklung könnten entsprechende Indikatoren sein. Aktuell denken wir, dass das technische Marktumfeld dafür noch zu fragil ist.

CONREN

MAKRO

MONITOR

«MACRO»

Liquidity parameters & economic cycles

- Economic growth rates/cycles
- Interest & inflation rates
- Money supply / Credit growth
 - worldwide growth rate still low and in some part falling (EMKs)
 - «saving overhang» and inflation down (because of USD+ and commod -)
 - for most part: growth > inflation (still good for risky assets)
 - USD strength continues to contain inflation in the US. Export of deflation into the U.S. China's surprise devaluation increases worldwide disinflation threat.
 - US Fed: coherent basis to hike at all in September? Probability has shrunken substantially (strong job market YES but low inflation, mediocre growth, strong USD, stock market correction, etc. question a move next month). Currency pair EURUSD and USTs might continue to adjust.



«MICRO» (VALUATION)

«Absolute» valuation parameters

- USA: rich (P/B; CAPE, P/CF, etc.) but no extreme overvaluation (changes in the discount rate is probably «the key trigger» for revaluation of asset prices -> PV down)
- Europe & Japan: fine (corporate profits up)
- EMKS: getting more attractive
- China: deteriorating but PBoC yet more accomodative the worse the real economy goes. Ample liquidity / powerful for equities
- Commodities: valuation not demanding, however resumed USD strength and China real economy weakness put a lid on upside
- G-Bonds: Europe and US: stabilized but valuations are demanding considering possible upside surprises in the economy

«Relative» valuation parameters

- Div. & earnings yield > bond yields: still much more attractive to be in equities (EU & J)
- «Nifty Fifty» could repeat - global oriented dividend plays in focus of investors.
- Gold -> finding a «base» as long as USD is strong, no structural up-cycle to be expected. Cyclical rally possible esp. if US Fed does not hike rates in September.
- Yield curve is flattening out again (no recessionary environment at the horizon) but might change Q4.
- Short term: global bond yields might fall further (strong USD, inflation to remain tame). Medium term: Q1/Q2 reversal might already be part of a long-term trend reversal; suggesting higher yields into 2016.
- Corporates: recent spread widening here to continue but no dramatic spread widening to be expected yet.

«MARKET» (MOMENTUM)

Supply-demand behaviour, market related parameters and market «sentiment»

- USA: USD, everything depends on what the Fed will do. Probability of first hike in Sept. has diminished. EURUSD trading range between 1.10 and 1.15 expected. Overshooting to 1.17 - 1.20 possible.
- Equities: cyclical & technical correction may continue further but no secular trend change expected. Higher prices into year end and into first half of 2016 (US, Europe, Japan and part of EMKs/Asia)
- Europe: dito USA but more upside once the correction is over.
- Japan: dito USA but more upside once the correction is over.
- EMKS: commodity consumers (Asia, esp. India/China) > producer (LATAM, Africa)
- China: overshooting on the downside but also for this market: upswing thereafter could be substantial.
- Gold: no supply overhang anymore / dominance of demand still missing but increasing (condition to resolve the basing process). If the Fed does not hike in September and the USD pause on ist long term uptrend (mainly vs. EUR) then a cyclical bear market rally could unfold in Q4 (Gold and gold mining stocks).