



TANZ AUF DEM VULKAN

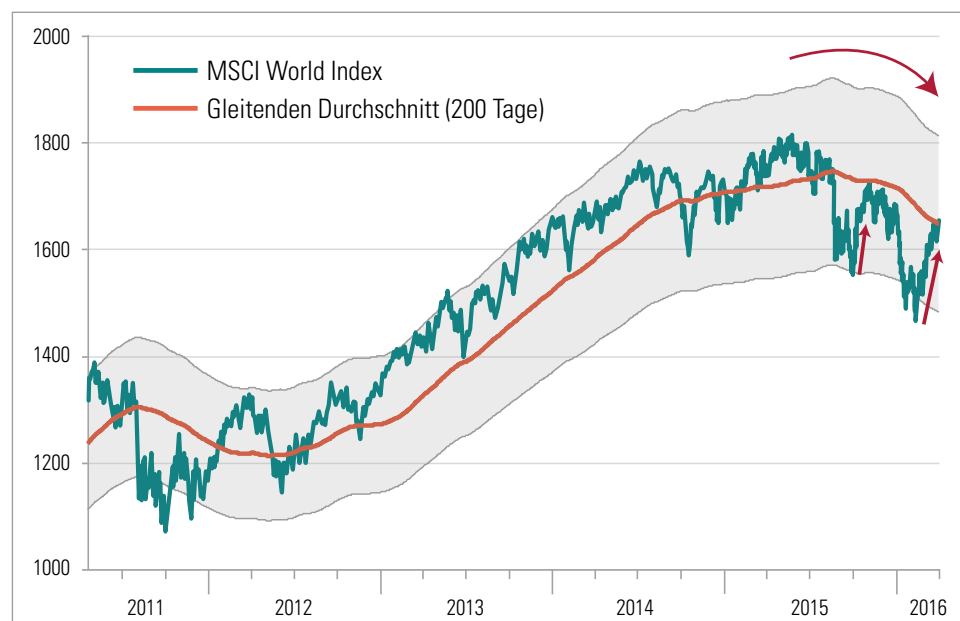
Von Didier Saint-Georges

Mitglied des Investmentkomitees
Managing Director

Eine Erholung des Erdölpreises von 26 auf 40 Dollar pro Barrel und die erneut akkommodierende Haltung der großen Zentralbanken verhalten den Aktienmärkten ab dem 11. Februar zu einem ähnlich starken Anstieg wie im Oktober 2015. Außerdem hatten sich die Märkte aus mehreren täglich erscheinenden Wirtschaftsstatistiken diejenigen ausgesucht, die für ein freundlicheres Konjunkturszenario sowohl in China als auch in den USA sprachen (man unterschätze niemals die Neigung des Menschen, sich vor allem auf solche Informationen zu stützen, die am ehesten seinen Wünschen entsprechen). Eine nüchterne Be-

“
Die Margen der US-Unternehmen sind von 10,6% Ende 2011 auf derzeit 7,6% zurückgegangen.“

trachtung der Tatsachen, die darauf achtet, das Wesentliche vom bloßen Lärm zu unterscheiden, deutet nach



Quelle : Bloomberg, 30/03/2016

wie vor darauf hin, dass das seit letzten Sommer bestehende neue Marktregime weiter Bestand haben wird (siehe *Carmignac's Note vom Juli 2015 „Der große Übergang hat begonnen“*). Da die Zentralbanken weiterhin so gut es geht geldpolitische Unterstützung leisten, sind erhebliche mittelfristige Entwicklungen möglich. Eine Prise Opportunismus erscheint angebracht. Die Häufung der wirtschaftlichen, finanziellen, geldpolitischen und politischen Ungleichgewichte führt

jedoch zu einer asymmetrischen Verteilung der Risiken, die beim derzeitigen Stand der Märkte immer noch unvorteilhaft ist. Daher beteiligen wir uns nicht am allgemeinen Tanz auf dem Vulkan, auch wenn er einstweilen ruhen sollte. Wir bleiben bei unserem wachsamem Risikomanagement und richten unser Exposure auf Anlagen, denen die Asymmetrie der Risiken unseres Erachtens zurzeit noch zugutekommen dürfte (siehe *Carmignac's Note vom März 2016 „Die Schlafwandler“*).

Keine wirklich guten Nachrichten

Angesichts der hohen Nervosität der Finanzmärkte zu Jahresbeginn haben die großen Zentralbanken erneut Unterstützung angekündigt. Nachdem die Bank of Japan Ende Januar erstmals einen negativen Einlagenzins einführt und damit zum x-ten Mal eine Abwertung der Währung zur Wiederbelebung der Konjunktur herbeizuführen suchte, senkte China im Februar den Mindestreservesatz für Banken. Die EZB kündigte im März die Erweiterung und Diversifizierung ihrer quantitativen Unterstützungsmaßnahmen an und die Fed senkte ihre Prognosen für die im vergangenen Dezember angekündigte Anhebung der Leitzinsen.

Nachdem bereits der Ölpreis wieder aus der Panikzone von unter 30 Dollar pro Barrel angestiegen war und damit für bessere Stimmung unter den Anlegern gesorgt hatte, kam angesichts dieser Flut „guter Nachrichten“ verständlicherweise wieder Risikobereitschaft an den Märkten auf. Es handelt sich aber dennoch nur um eine mittelfristige Entwicklung.

Zunächst ist diese Haltung der Zentralbanken das Zeugnis für ihren Misserfolg. In der Eurozone wie in Japan liegt die jährliche Inflation immer noch bei nahezu 0% und damit weit unter den offiziellen Zielwerten. Dieser Umstand verurteilt die Zentralbanken dazu, sich gegenseitig zu überbieten. In den USA wiederum zwingt die Labilität der Wirtschaft die Fed, ihre Prognosen für die „schrittweise Normalisierung“ ihrer Geldpolitik zwei Monate nach deren Bekanntgabe nach unten zu korrigieren.

Schließlich, und dies ist der ent-

scheidende Punkt, haben die Märkte noch nicht erkannt, dass diese Fehlschläge unvermeidlich sind. Die Probleme, denen sich die Weltwirtschaft gegenüber sieht, nämlich die Verschuldung und die unzureichende Nachfrage, können nicht allein durch geldpolitische Maßnahmen gelöst werden – seien sie auch noch so unkonventionell. Wie wir in der Carmignac's Note vom vergangenen Monat unter dem medizinischen Begriff „latrogenie“ beschrieben haben, verschlimmert die Senkung der Zinsen durch die Zentralbanken die Situation, statt

Abhilfe zu schaffen: Sie fördert die weitere Verschuldung der Staaten, verringert die Gewinnmargen der Banken noch weiter und zwingt die Verbraucher dazu, stärker zu sparen, statt Konsumanreize zu schaffen.

Unter diesen Umständen zeugt es von mangelndem Weitblick, wenn man sich über eine letzte vergebliche Anstrengung der Zentralbanken freut. Die grausame Wahrheit ist, dass die Märkte angesichts der bevorstehenden geldpolitischen Straffung in den USA keinerlei Anlass zur Freude haben. Die Fed-Vorsitzende Janet Yellen könnte nämlich bald gezwungen sein zuzugeben, dass die Kosten für Mieten und Rohstoffe in den USA zu steigen begonnen haben. Ein Anstieg der Preise wäre durchaus unangenehm, weil er nicht nur zu einem erneuten Anstieg der Inflation führen, sondern auch gleichzeitig die Kaufkraft und damit die Aussichten für den Konsum beeinträchtigen würde.

Die Frage des amerikanischen Wachstums

Offensichtlich geht die Debatte über die Widerstandskraft der

US-amerikanischen Wirtschaft weiter. Jede neue Statistik wird auf die eine oder andere Weise in einer Art von Chart-Analyse extrapoliert, auf die Wirtschaft angewendet und als Beobachtung ausgegeben. Diese kurzfristige makroökonomische Analyse trägt zur Instabilität der Märkte bei. Aus unserer Sicht erscheint es zweckmäßiger, die der aktuellen Wirtschaftsdynamik zugrundeliegenden Daten zu untersuchen und daraus Rückschlüsse auf Tendenzen herzuleiten. Danach sind die Margen US-amerikanischer Unternehmen von 10,6% Ende 2011 auf derzeit 7,6% zurückgegangen. Dementsprechend ist heute ein dauerhafter Rückgang des Investitionszyklus festzustellen, der vor allem auf der Entwicklung der Margen beruht. Im Übrigen hat der Konsum in den USA seit fünf Jahren im großen Umfang von einem doppelten Wohlstandseffekt (durch den Anstieg der Immobilienpreise und Finanzanlagen) profitiert, der inzwischen nachgelassen hat. Dementsprechend setzt heute ein Rückgang des Konsums von Waren und Dienstleistungen ein, und die Sparquote steigt (derzeit 5,4% gegenüber 4,9% Ende des vergangenen Jahres). Aus unserer Sicht besteht immer noch ein hohes Risiko, dass das Wachstum in den USA 2016 erheblich bis unter die 2%-Schwelle zurückgeht, ohne dass die Zentralbank, die inzwischen zu einer Phase der geldpolitischen Straffung übergegangen ist, durch geldpolitische Lockerungsmaßnahmen eingreifen kann. Die Märkte sind darauf nicht vorbereitet.

Die China-Frage

Die Entwicklung der chinesischen Wirtschaft, die für sich allein 16% des weltweiten BIP und 25% der Investitionen ausmacht, hat selbstverständlich entscheidenden Einfluss auf die Konjunktur in den

“
In China ist das Kreditwachstum weitaus stärker als das BIP-Wachstum.”

”

USA und Europa wie auch auf das Marktrisiko. Diese Frage macht aber auch ein großes Problem offenbar, denn die Wiederherstellung der Ausgewogenheit der Wirtschaft in Verbindung mit den reichlich vorhandenen Überkapazitäten erfordert unbedingt eine deutliche Verringerung des Tempos der Investitionen in China. Es gibt zwei Möglichkeiten: Die erste Möglichkeit ist, dass das Tempo der Investitionen rasch angepasst wird. In diesem Szenario ließe sich angesichts der Kapitalabflüsse und der Notwendigkeit, die Auswirkungen dieser Notbremsung auf die Binnenwirtschaft abzufedern, eine Abwertung des Renminbi nur schwer vermeiden. Eine solche Abwertung würde den Wettbewerbsdruck auf die anderen großen Volkswirtschaften der Welt erheblich verstärken. Die Wahrnehmung dieses Risikos hat zu Jahresbeginn teilweise den Märkten die Augen geöffnet. Die zweite Möglichkeit ist, dass die Regierung mit der Finanzierung eines nur sehr langsamen Abbaus

dieser Investitionen fortfährt, um das Wachstum aufrecht zu erhalten. Die chinesischen Behörden scheinen derzeit dieser Option den Vorzug zu geben. In diesem Fall sind die Nachrichten über das Wachstum auf kurze Sicht „beruhigend“, und der Markt könnte sich damit zufrieden geben. Dies umso mehr, wenn es durch die Einführung von Währungskontrollen gelingt, die Verluste an Devisenreserven zu begrenzen. Dann würde jedoch die Verschuldung des chinesischen Privatsektors, die bereits seit 2008 von 140% des BIP auf derzeit 240% angestiegen ist, weiter zunehmen. Denn das Kreditwachstum übertrifft derzeit mit 16% bis 20% jährlich das BIP-Wachstum bei Weitem, nämlich um mindestens 4% bis 5%. Erschwerend kommt hinzu, dass die zweifelhaften Forderungen des Bankensektors unseren Schätzungen zufolge bereits knapp ein Drittel des chinesischen BIP ausmachen. Demnach ist diese Option unhaltbar. Diese Szenarios können von den Märkten vorübergehend

ignoriert werden, rechtfertigen jedoch unserer Ansicht nach eine sehr aufmerksame Verwaltung angesichts der starken Asymmetrie der damit verbundenen Risiken.

Wenn also die Zentralbanken keine andere Wahl haben als weiterhin zu tun, was sie können, stößt ihre Handlungsfähigkeit an ihre Grenzen. Die Märkte sind sich zu Jahresbeginn dieser Tatsache bewusst geworden. Gleichzeitig häuften sich die wirtschaftlichen Risiken. Dazu kamen seither neue politische Gefahren in Europa, die sich wechselseitig verstärken: die wirtschaftlichen Auswirkungen der Flüchtlingskrise, Sicherheitsprobleme und das Risiko eines Brexit. Diese Diagnose ist durchaus vereinbar mit der Marktentwicklung auf mittlere Sicht. Sie spricht jedoch vorerst für unsere auf Überzeugungen basierenden Anlagen, geschützt durch eine umsichtige Verwaltung.

Letzte Überarbeitung am 31/03/2016

Anlagestrategie

Devisen



Die EZB scheint wie die BoJ die Entwicklung ihrer Währung nicht unter Kontrolle zu haben. So ist es Mario Draghi im März nicht gelungen, einen erheblichen Anstieg des Euro gegenüber dem Yen und dem US-Dollar zu verhindern, obwohl er sein quantitatives Lockerungsprogramm erheblich ausgeweitet und die Zinsen immer weiter gesenkt hatte. Die Einheitswährung ist in diesem Monat auch gegenüber dem britischen Pfund gestiegen, das unter den Risiken in Verbindung mit dem Brexit zu leiden hatte. Somit hat sich unsere Währungsstrategie mit Schwerpunkt auf dem Euro weiterhin ausgezahlt. Wir nutzten sie im Monatsverlauf zu Gewinnmitnahmen auf unsere Positionen im Yen und zum Ausgleich unserer Positionen zwischen dem Euro und dem US-Dollar. Wir meiden weiterhin Schwellenländerwährungen, da wir sie immer noch für anfällig halten.

Anleihen

750	26.26	12:17:37
900	31.84	12:18:08
1054	57.51	12:18:14
1618	16.49	12:18:06
692	18.84	12:17:55
553	54.00	12:17:32
...	7.14	12:17:28

Im März näherten sich die Renditen in Europa wieder an, nachdem die EZB neue unkonventionelle Maßnahmen angekündigt hatte. Unsere Positionen in portugiesischen und griechischen Staatsanleihen profitierten deutlich davon. Andererseits hat die abwartende Haltung der Fed, trotz der wieder nach oben tendierenden Inflationszahlen, zu Spannungen am langen Ende der US-Zinskurve geführt: Die Märkte erwarten seitdem, dass sich die US-Notenbank verstärkt passiv verhält, wenn

das Inflationsziel zeitweilig überschritten wird. Dies veranlasste uns zur Verringerung unseres Exposures in US-Staatsanleihen in unserer globalen Strategie. Parallel dazu haben wir unsere Positionen in privaten Anleihen, insbesondere aus dem Rohstoffsektor, angesichts der anhaltenden Stabilisierung des Erdölpreises aufgestockt. Dieses Segment bietet ein hervorragendes Rendite-Risiko-Verhältnis für Anleger, die weiterhin großen Wert auf die Auswahl der Titel für ihr Portfolio legen. Schließlich hat auch der deutliche Rückgang der brasilianischen Zinsen vor dem Hintergrund eines möglichen Regierungswechsels und einer Änderung der Wirtschaftspolitik in Brasilien über unsere Position in brasilianischen Staatsanleihen zu unserer Gesamtpformance beigetragen.

Aktien



Die äußerst starke und undifferenzierte Erholung der Aktienmärkte im März weist eher die Merkmale eines Rückkaufs von Leerverkaufspositionen auf als diejenigen einer Rückkehr der Anleger zu dieser Anlageklasse. Bemerkenswert ist auch die äußerst starke Outperformance der Schwellenländer oder zyklischen europäischen Titel trotz des derzeitigen Konjunkturrückgangs. Wir selbst waren kaum an dieser Entwicklung beteiligt. Die weiteren Abwärtskorrekturen der Ergebnisprognosen der Analysten lassen es daher kaum ratsam erscheinen, ein neues Exposure einzugehen, das nicht taktischer Natur ist. Wir bleiben daher vorsichtig positioniert und begründen dies mit der Asymmetrie zwischen den Bewertungen, die ein begrenztes Aufwärtspotenzial aufweisen, und einem erheblichen Abwärtsrisiko in Anbetracht des Glaubwürdigkeitsverlustes der Zentralbanken. Unser wichtigster Performancetreiber im Aktienbereich bleibt daher die Titelauswahl aus Unternehmen, die entweder

über Potenzial für Ergebniswachstum unabhängig von der Konjunkturlage verfügen (in der Regel Gesundheits- und Technologiewerte) oder attraktive Bewertungen und ein ansprechendes Umstrukturierungspotenzial aufweisen (wie etwa der Energiesektor in den USA).

Rohstoffe



Der Carmignac Portfolio Commodities konnte im vergangenen Monat nicht ganz mit dem Anstieg seines Referenzindikators mithalten. Dies lag an der Positionierung des Fonds in Qualitätsunternehmen, die in der Lage sind, langfristig eine Outperformance zu erzielen. Im März haben wir einige weitere Absicherungsstrategien aufgehoben, um das Exposure des Fonds zu erhöhen. Wir haben ebenfalls weiterhin Positionen in Gesellschaften aufgebaut, die von der Stabilisierung des Erdölpreises profitieren können. Dies gilt vor allem für die US-amerikanische Helix Energy Solution Group im Erdöldienstleistungssektor.

Dachfonds



Die ausgeprägt defensive Positionierung unserer Dachfonds, die sich zu Jahresbeginn gut ausgezahlt hatte, schlug im März negativ zu Buche. Zum Monatsende sind die Fonds weiterhin vorsichtig positioniert, wenngleich wir Gewinne auf einige Zufluchtswerte wie unsere Währungsallokation im Yen mitgenommen haben.

Wertentwicklungen der Vergangenheit lassen keine Rückschlüsse auf zukünftige Wertverläufe zu. Wertentwicklung nach Gebühren (keine Berücksichtigung von Ausgabeaufschlägen die durch die Vertriebsstelle erhoben werden können). Dieses Dokument darf weder ganz noch teilweise ohne vorherige Genehmigung durch die Verwaltungsgesellschaft reproduziert werden. Es stellt weder ein Zeichnungsangebot noch eine Anlageberatung dar. In diesem Dokument enthaltene Informationen können unvollständig sein und ohne Vorankündigung geändert werden. Für bestimmte Personen oder Länder kann der Zugang zu den Fonds beschränkt sein. Die Fonds sind mit einem Kapitalverlustrisiko verbunden. Die Risiken und Kosten sind in den Wesentlichen Anlegerinformationen (WAI) / im Kundeninformationsdokument (KID) beschrieben. Die Prospekte, WAI / KID und Jahresberichte der Fonds stehen auf der Website www.carmignac.com.

Carmignac Gestion, 24 place Vendôme - 75001 Paris. Tel: (+33) 01 42 86 53 35 - Fax: (+33) 01 42 86 52 10

Vermögensverwaltungsgesellschaft, (AMF-Zulassungsnummer GP 97-08 vom 13/03/1997), 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 - Fax: (+352) 46 70 60 30

Tochtergesellschaft der Carmignac Gestion, OGAW-Verwaltungsgesellschaft (CSSF-Zulassungsnummer vom 10/06/2013), Aktiengesellschaft mit einem Grundkapital von 23.000.000 Euro - Handelsregister Luxemburg B67549