



WAS IST RISIKOMANAGEMENT?

Von **Didier Saint-Georges**

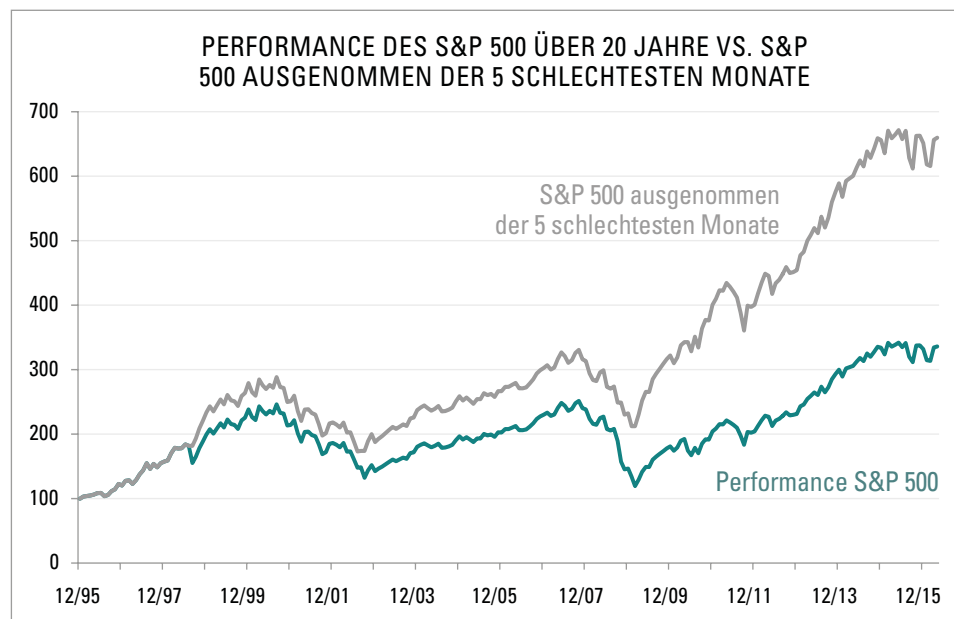
Mitglied des Investmentkomitees

Managing Director

Anleger fühlen sich bekanntlich unwohl, wenn es darum geht, Risiken für ihr Ersparnis zu managen, die mit dem Herannahen politischer Termine verbunden sind. Die jüngste Korrektur der Märkte nach dem Referendum der Briten über den berühmtesten „Brexit“ hat soeben ganz augenfällig die Gefahr von binären Wetten veranschaulicht, vor allem, wenn man nicht den geringsten Mehrwert daraus ziehen kann. Nachdem der Brexit nach den letzten veröffentlichten Umfragen

“
Europa ist mit einem sich zuspitzenden Wechselspiel zwischen politischen Spannungen und schwacher Wirtschaftsleistung konfrontiert.
”

praktisch ausgeschlossen war, hatten sich sehr viele Anleger auf diese angebliche Offenkundigkeit versteift. Damit haben sie in einem



Zuge zwei elementare Regeln des Risikomanagements missachtet: 1) sich immer ein freies Denken erhalten und den Mut haben, gegen den Konsens zu sein, um so mehr, wenn dieser einstimmig ist. 2) Sich vor sehr asymmetrischen Risiken hüten. In diesem Fall war das Risiko im Zusammenhang mit dem Referendum ganz offensichtlich asymmetrisch. Denn ein „Remain“-Votum wäre quasi ein Nicht-Ereignis gewesen, während eine überraschende Mehrheit für ein „Leave“ unausweichlich

eine massive negative Auswirkung auf die Märkte gehabt hätte, die sich auch einstellte. Anhand dieser Episode lässt sich auch noch einmal darauf hinweisen, dass es beim Risikomanagement um mehr geht. Da die Märkte mittlerweile ihren kurzen spekulativen Übermut abgeschüttelt haben, wird es nun darum gehen, dieses neue Ereignis in eine objektive Risikoanalyse einzubeziehen und einzuschätzen, ob die Märkte dieses Mal nicht übertrieben blind vor Angst waren. Denn Risikoma-

nagement besteht auch darin zu wagen, Risiken einzugehen, sei es, um oft die Nase vorn zu haben, sei es, um sich gelegentlich auch zu irren. Bevor Risikomanagement zu einer Frage des technischen Know-hows wird, ist es zunächst einmal eine Sache des Urteilens und des Charakters. Bildlich gesprochen bedeutet Know-how, dass man weiß, dass die Tomate zur Familie der Nachschattengewächse gehört, Weisheit bedeutet, dass man sie nicht in einen Obstsalat mischt.

Die Abschwächung des weltweiten Wachstums war bereits das Hauptrisiko für die Märkte, der Brexit bestätigt diese Analyse

Das Votum der Briten hätte nicht so viel Bedeutung, wenn die Weltwirtschaft nicht so instabil wäre.

Man sollte den Paradigmenwechsel an den Märkten nicht vergessen, auf den wir in unseren Notes seit Juli 2015 hinweisen („Der große Übergang hat begonnen“) und an den wir noch im März („Die Schlafwandler“) und im April dieses Jahres („Tanz auf dem Vulkan“) erinnert haben. Der Anstieg der weltweiten Aktienmärkte um 70% von 2011 bis 2015 trotz unveränderter Unternehmensergebnisse in diesem Zeitraum beruhte in erster Linie auf einem Glaubensakt. Man wettete darauf, dass es nur eine Frage der Zeit sei, bis die Unternehmensergebnisse im Zuge eines stärkeren Weltwirtschaftswachstums dank des beharrlichen Einschreitens der Zentralbanken steigen würden. Doch dieses Vertrauen wurde ab 2015 allmählich enttäuscht. In dem Moment, als die US-Notenbank ihren dritten Zyklus der Geldschöpfung beendete, lösten

die Unternehmensergebnisse einen weltweiten Rückgang aus. Von nun an begannen die Aktienmärkte, ihre Wertzuwächse aus der Vergangenheit wieder abzugeben, und der Rückgang der langfristigen Zinsen verschärfte sich. Die Glaubwürdigkeit der Bank of Japan und der EZB begann zu bröckeln, was das schwache Wachstumsniveau, das erreicht war (fast acht Jahre nach dem Konkurs der Lehman Brothers-Bank gibt es in der Eurozone immer noch 4,5 Millionen mehr Arbeitslose als im Jahr 2007), noch anfälliger für externe

Impulse machte. Drei „Schocks“ hat es seither gegeben, nämlich die Abwertung des Renminbi im August 2015, den Einbruch der Ölpreise im Januar 2016 und nun den Brexit. Alle drei bürdeten dem weltweiten Wachstum jedes Mal eine neue

Bedrohung auf und förderten die Instabilität der Märkte.

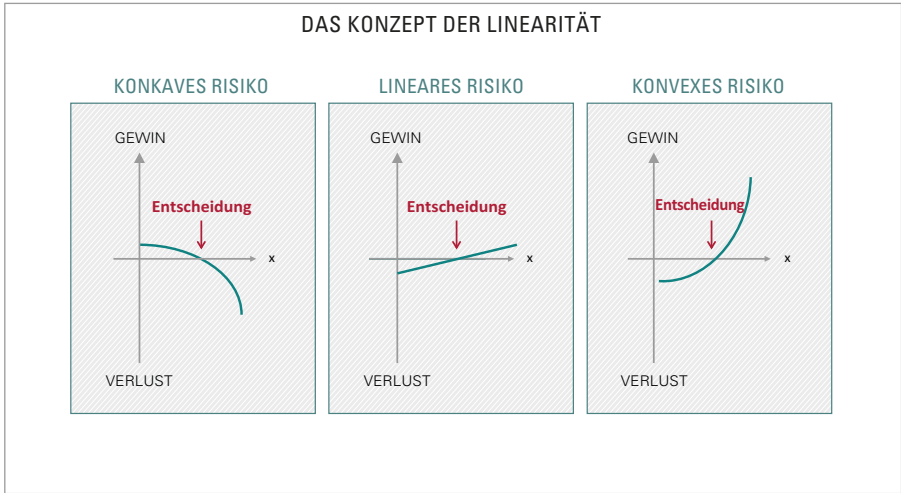
Miteinander verzahnte wirtschaftliche und politische Risiken

Der Mangel an Wirtschaftswachstum beginnt erkennbare politische Effekte zu erzeugen. In den USA

fördert die Stagnation der durchschnittlichen Reallöhne seit 2000 die Popularität der populistischen und protektionistischen Haltung von Donald Trump, umso mehr, als das Quantitative Easing weitgehend den besser gestellten Haushalten zugutegekommen ist. In Europa spielten die schwachen Wirtschaftsaussichten in der Union eine bedeutende Rolle bei der Unfähigkeit David Camerons, eine Mehrheit der britischen Wähler davon zu überzeugen, ihr Schicksal mit ihr zu verbinden. Dieselben Ursachen erzeugen dieselben Wirkungen. Der ausbleibende wirtschaftliche Erfolg in Europa könnte eine weitere Zunahme der Unzufriedenheit nähren (schon im Juni 2014 gaben wir unserer Note den Titel „Glückloses Europa“ und im Dezember desselben Jahres „Lost in Stagnation“). Die Proteststimmen werden bei den nächsten Wahlen zunehmen, wenn Europa nicht zum Wachstumskurs zurückfindet, und werden damit das Gespenst eines Zerfalls heraufbeschwören. Wenn es die Gefahren eines zunehmenden Wechselspiels zwischen politischen Spannungen und Konjunkturschwäche vermeiden will, muss Europa, und allen voran Deutschland, daher das Ausmaß der Risiken erkennen, die mit der Beibehaltung einer orthodoxen Wirtschaftspolitik verbunden sind.

“
Anlegen ohne Mut ist nicht einträglich, wobei Anlegen ohne Disziplin gefährlich ist.”

DAS KONZEPT DER LINEARITÄT



Könnte der Schock des Brexit paradoxerweise die Wirkung eines wohltuenden, wenn nicht heilsamen Elektroschocks haben?

So wird es nachvollziehbar, dass die Märkte beginnen, sich für die nächste Phase zu positionieren, die in der Erkenntnis der ökonomischen Ineffizienz der Geldpolitiken bestehen würde, auch wenn sie unkonventionell sind, und sich darauf einstellen, dass haushaltspolitische Maßnahmen zur Konjunkturbelebung, die angesichts der Finanzen der öffentlichen Hand bislang für „unmöglich“ gehalten wurden, ihren Lauf nehmen. Wird die „traditionelle“ politische Klasse, nachdem sie gespürt hat, dass der Schuss sie nur knapp verfehlt hat, zu einem unverhofften Aufspringen in der Lage sein? In jedem Fall könnten die gemäßigten, der Rhetorik eines Bruchs nicht ganz abgeneigten Wähler an der politischen, wenn nicht wirtschaftlichen Krise, in die sich Großbritannien verrannt hat, besser erkennen, wie gefährlich es ist, mit dem Feuer zu spielen. Die Kapitulation von Boris Johnson auf dem flachen Land einige Tage nach dem „Triumph“ seiner Kampagne für das „Leave“ könnte auch den kritischen Geist im Hinblick auf die groben demagogischen Argumente anregen. Unter diesem Gesichtspunkt sind die schwächer als erwartet ausge-

fallenen Ergebnisse der Bewegung Unidos Podemos bei den jüngsten Parlamentswahlen in Spanien, die unmittelbar nach dem Brexit-Votum stattfanden, ermutigend. Bis auf Weiteres ist es zumindest wahrscheinlich, dass die Unterstützung seitens der Zentralbanken bestätigt oder kurzfristig gar verstärkt wird. Die Bank of England hat es bereits mitgeteilt, und in den USA wird die Fed voraussichtlich von nun an noch zögerlicher sein, die Geldpolitik zu straffen.

Die Ausgewogenheit der Portfolios hat Priorität

Die Risiken einer weltweiten Konjunkturschwäche veranlassen uns dazu, den Aufbau unserer Portfolios insgesamt unverändert zu lassen. Ihre geografische Diversifizierung sowie ihre Ausgewogenheit zwischen Werten mit hoher Transparenz, europäischen Unternehmensanleihen aus dem Bankensektor, Goldwerten, Fluchtwährungen, amerikanischen Staatsanleihen, die ihre Funktion beim Rückgang der Märkte am 24. Juni voll und ganz erfüllt haben, werden beibehalten. Die Instabilität der Märkte, die sich mittlerweile drei Mal bestätigt hat und mit unseren Erwartungen auf einer Linie liegt, bestärkt uns zudem in der Wahl einer sehr aktiven Verwaltung unserer Exposures, um zwischenzeitliche

Marktschwankungen optimal zu nutzen.

In einem Umfeld von Nullzinsen oder sogar negativen Zinsen wäre es mehr denn je verlogen zu behaupten, man könne eine langfristige Performance erzielen, ohne Risiken einzugehen. Die Suche nach Performance beginnt natürlich mit dem Wagnis und mit dem Bemühen darum, im Durchschnitt häufiger richtig als falsch zu liegen. Trotz seiner scheinbaren Offensichtlichkeit ist dieses langfristige Ziel ganz und gar nicht banal, denn unabhängige Analysen zeigen, dass die langfristig besten Verwaltungen einen Anteil guter Entscheidungen von etwa 60% aufweisen. Doch nicht alle Fehler sind gleich. So haben beispielsweise allein die fünf schlechtesten Monate den Index S&P 500 in zwanzig Jahren 50% seiner Performance gekostet (die von +560% auf +236% fiel). Anlegen ohne Mut ist nicht einträglich, wobei Anlegen ohne Disziplin gefährlich ist.

Risikomanagement bedeutet, peinlich genau auf asymmetrische Risiken zu achten und sich ständig der Verantwortung bewusst zu sein, die man im Hinblick auf das Vertrauen der Kunden hat. Ermöglicht wird dies durch die Freiheit des Denkens.

Letzte Überarbeitung am 04/07/2016

Anlagestrategie

Devisen



Das Votum im Vereinigten Königreich zugunsten eines Austritts aus der Europäischen Union hat auf allen Märkten Stoßwellen ausgelöst. Gemäß unseren Erwartungen gab es die heftigsten Schwankungen an den Devisenmärkten mit einer deutlichen Abwertung der britischen Währung und einer ebenso deutlichen Aufwertung des japanischen Yen, der seine Rolle als Fluchtwährung gut gespielt hat. Wenngleich der Euro nach dem britischen Referendum gegenüber dem Dollar nachgegeben hat, erwies er sich über den gesamten Monat gegenüber der US-Währung als relativ stabil. Vor diesem Hintergrund hat unsere ausgewogene, aber aktive Währungsstrategie mit Kaufpositionen auf die japanische Währung und Absicherungen auf das britische Pfund einen positiven Beitrag zum Risikomanagement geleistet, um diese volatile Phase durchzustehen.

Anleihen



Die als Fluchtwerte geltenden Anleihen, wie amerikanische, deutsche oder japanische Staatsanleihen, haben ihre Funktion nach dem Brexit-Votum voll und ganz erfüllt, indem sie Renditerückgänge in der Größenordnung von 10 bis 30 Basispunkten verzeichneten. Auch auf den anderen Märkten für Staatsanleihen waren keine bedeutenden Spannungen zu verzeich-

nen. So blieben die Renditen der Staatsanleihen der europäischen Peripherieländer deutlich unter den Niveaus zu Jahresbeginn. Und die Zinsen der Staatsanleihen von Schwellenländern wie Mexiko oder Brasilien setzten ihren Abwärtstrend sogar weiter fort. Die durch den Brexit hervorgerufenen Befürchtungen im Hinblick auf das Wachstum haben in Verbindung mit den erneuten Hinweisen der Zentralbanken, dass sie sich bereit halten würden, um den Schock abzufedern, ein für das gesamte Anleihenuniversum günstiges Klima erzeugt. Demzufolge haben wir unsere gemäßigte modifizierte Duration und unsere diversifizierte Positionierung zwischen Staatsanleihen der Peripherieländer, Unternehmensanleihen und Staatsanleihen der Schwellenländer beibehalten.

Aktien



Nachdem sie fälschlicherweise von einem „Remain“-Votum im Vereinigten Königreich ausgegangen waren, haben die Aktienmärkte eine massive Korrektur durchgemacht, bevor sie sich in den letzten Tagen des Monats wieder fingen. Die Netto-Performance, die sich aus dieser Instabilität ergibt, ist für die Märkte der Eurozone wie auch für den japanischen Markt, der letztendlich um über 7,5% einbrach, ausgesprochen schlecht. Auf der anderen Seite gehörte der britische Markt, der von dem Sicherheitsventil profitierte, das ihm die Abwertung des Pfundes verschaffte, mit einem Plus von 5% über den Berichtszeitraum zu den robustesten. Diese Entwicklungen veranschaulichen auf ausgezeichnete Weise die Bedeutung einer ausgewogenen Portfoliostruktur und die Berücksichtigung von Wechselkursen beim Risikomanagement. Unsere Positionierung in wenig konjunktursensiblen Werten wie Unternehmen

aus dem Gesundheitssektor (das Thema „hohe Lebenserwartung“ hat die höchste Gewichtung in unserer Gesamtstrategie) sowie Positionen mit der Fähigkeit, das Gesamtrisiko des Fonds zu steuern (wie etwa unsere Goldminen, die über den Monat über 15% zulegten) haben unserem Vermögensverwaltungsansatz ermöglicht, sich in dieser turbulenten Phase zu behaupten.

Rohstoffe



Der Carmignac Portfolio Commodities verzeichnete über den Monat eine stabile Performance. In Einklang mit unserem allgemeinen Risikomanagement haben wir zu Monatsbeginn unser Exposure in Goldminen mit der Aufnahme von Royal Gold in das Portfolio verstärkt. Im Laufe des Monats haben wir außerdem eine Position in dem Erdöltitel ENI aufgebaut. Schließlich haben wir noch die Volatilität an den Märkten genutzt, um das Exposure des Fonds zum Monatsende zu günstigen Konditionen aufzustocken.

Dachfonds



Unsere Dachfonds verzeichneten im Juni eine stabile Wertentwicklung. Unsere ausgewogene Positionierung war die tragende Säule unseres Risikomanagements, die den verschiedenen Profilen ermöglichte, die Volatilität der Märkte aufzufangen.

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. Sie dürfen insbesondere weder direkt noch indirekt einer „US-Person“ wie in der US-amerikanischen „S Regulation“ und/oder im FATCA definiert bzw. für Rechnung einer solchen US-Person angeboten oder verkauft werden. Die Fonds sind mit einem Kapitalverlustrisiko verbunden. Bei sämtlichen im vorliegenden Dokument genannten Wertentwicklungen handelt es sich um die der Anteile A EUR acc unserer Fonds. 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.de/.at zur Verfügung und sind auf Anforderung bei der Verwaltungsgesellschaft bzw. in Österreich bei der Ersten Bank der österreichischen Sparkassen AG OE 01980533/ Produktmanagement Wertpapiere, Petersplatz 7, 1010 Wien, erhältlich. Die Wesentlichen Anlegerinformationen / die Kundeninformationsdokumente sind dem Zeichner vor der Zeichnung auszuhändigen. • In der Schweiz, die Prospekte, WAI und Jahresberichte stehen auf der Website www.carmignac.ch zur Verfügung und sind bei unserem Vertreter in der Schweiz erhältlich, CACEIS (Switzerland) SA, Route de Signy 35, CH-1260 Nyon. In der Schweiz werden die Zahlungsdienste von Crédit Agricole (Schweiz) SA, quai Général-Guisan 4, 1204 Genf geleistet.

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 Luxembourg B67549.