



DER GROßE WANDEL HAT BEGONNEN

Von Didier Saint-Georges

Mitglied des Investmentkomitees
Managing director

Sechs Jahre nach dem Ausbruch der großen Finanzkrise, auf die mit radikalen geldpolitischen Mitteln reagiert wurde, tritt die Welt nun in eine entscheidende Übergangsphase ein. Wir haben schon mehrfach in diesem Jahr auf die Triebfedern dieses unerbittlichen Zusteuerns auf eine instabilere Phase hingewiesen (Carmignac's Note vom Januar „Vorsorgen ist besser als Voraussagen“ und

“

Die Fähigkeit der Zentralbanken, auch weiterhin die Rolle des Risikounterdrückers für die Märkte zu spielen, ist durch die Aussicht auf ein allmähliches Anziehen der Inflation und deren Auswirkung auf die Anleihenmärkte gefährdet.

”

vom April „Eine zerbrechliche Welt“). Der jüngste Schub der Volatilität der Kurse so genannter „risikoloser“

Finanzanlagen hat diese Phase des weltweiten Umbruchs eingeleitet. Die fehlende Transparenz hinsichtlich der möglichen Auswirkungen eines erneuten Aufloderns der Griechenlandkrise in jüngster Zeit ist ganz eindeutig eine weitere Widrigkeit. Obwohl mehrere Zentralbanken, darunter auch die EZB, weiterhin machtvoll am Ruder bleiben, wird ihre Fähigkeit weiterhin die Rolle des Risikounterdrückers für die Märkte zu spielen, durch die Aussicht auf ein allmähliches Anziehen der Inflation und deren Auswirkung auf die Anleihenmärkte gefährdet. Anlageverwalter müssen sich fragen, inwieweit sie darauf vorbereitet sind, ohne Schaden für ihre Kunden mit dieser neuen Phase der Ungewissheit umzugehen und inwieweit sie in der Lage sind, gleichzeitig langfristige Chancen zu nutzen, die sich abzeichnen.

Die meisten Regionen der Welt müssen einen bedeutenden Wandel bewältigen.

In den USA bedeutet die Entwick-

lung der US-Geldpolitik in Richtung einer Normalisierung eine der wichtigsten Veränderungen. Durch den massiven Einbruch des Ölpreises im



© Thinkstock

vergangenen Jahr war es möglich, den Beginn dieser Entwicklung aufzuschieben. Doch der Wandel ist unausweichlich: Die Auswirkungen der regelmäßigen Verbesserungen auf dem Arbeits- und Immobilienmarkt seit drei Jahren werden allmählich bei Löhnen und Mieten spürbar. Gleichzeitig bleibt die Geschwindigkeit des amerikanischen Wachstums gemäßigt und rechtfertigt die bisher von Janet Yellen an den Tag gelegte Vorsicht. Die Zahlen im Konsumbereich erholen sich, aber bei den Investitionen sind die Daten

weiterhin schwach. Der Umgang mit der Veränderung ist also eine heikle Angelegenheit. Für die Fed ist es von entscheidender Bedeutung, sich wieder Handlungsspielraum in ihrer Geldpolitik zu verschaffen. Dies ist notwendig, um ein eventuelles Anziehen der Inflationsindikatoren unter Kontrolle zu halten sowie auf die nächste Konjunkturschwäche reagieren zu können. Ebenso wichtig ist es, die Schrauben bei den Finanzierungsbedingungen für eine noch instabile Wirtschaft nicht zu schnell wieder anzuziehen. Die Konsequenz für alle Zinsmärkte ist ein historischer Wandel, bei dem die dreißigjährige Unterstützung durch einen deflationistischen Trend verloren geht und sie auf eine instabilere Phase zusteuern.

In der Eurozone bildet die Griechenlandkrise die Spitze des Eisbergs, die sich vor der Europäischen Union auftut. Denn seit fünf Jahren ist die Nichteinhaltung der Konvergenzkriterien zur Regel geworden, obwohl die Notwendigkeit der Rückkehr zur Orthodoxie den meisten Ländern der Währungsunion jegliche Haushaltsflexibilität nimmt, das heißt die Fähigkeit zum Aufschwung. Die mittelfristige Konsequenz ist, dass die gemeinsame Geldpolitik beim nächsten Anzeichen einer Konjunkturabschwächung nicht in der Lage sein wird, sich auf den Unterstützungsbedarf der schwächsten Länder auszurichten, deren wirtschaftliche und finanzielle Entwicklung dann wieder von der der stärksten Länder abweichen wird. Wenn sie nicht erneut mit dem Rand des Abgrunds einer Zersplitterung liebäugeln will, muss die Eurozone demzufolge ihren Übergang zu mehr Integration beschleunigen. Die Bankenunion war die erste Etappe auf diesem Weg, der nach der Griechenlandkrise entschlossen weiter gegangen werden muss. Der

Übergang der Eurozone zu einer wirklichen Fiskalunion ist die einzig konstruktive Perspektive, wird aber angesichts der zunehmenden Popularität souveränistischer Argumente äußerst schwierig zu verhandeln sein. Die Aktienmärkte sowie die Devisenmärkte werden von der Entwicklung dieser politischen Unwägbarkeit massiv beeinflusst werden.

In China bildet der Übergang zu einer offenen und globalen Wirtschaft den mittelfristigen Horizont. Die Öffnung der Kapitalmärkte, die Konvertibilität des Renminbi und schließlich der Zugang zum Status als Reservewährung innerhalb des IWF, die Finanzierung der wirtschaftlichen Entwicklung in Asien über die Gründung der asiatischen Investitionsbank für Infrastrukturen sind die Meilensteine auf diesem Weg. Hierdurch eröffnen sich beachtliche Anlagemöglichkeiten. Doch ihr Erfolg setzt voraus, dass die chinesische Regierung gleichzeitig die Abschwächung der Industrieproduktion, den Abbau der Kreditblase und die extreme Volatilität der heimischen Aktienmärkte in den Griff bekommt.

“
Das Management der Marktrisiken in einer Phase des Wandels allerorten ist von entscheidender Bedeutung.”

Der „Marsch“ in Richtung eines ausgewogenen und erfolgreichen Wachstums wird kein angenehmer Spaziergang sein. Sein Erfolg wird das Ausmaß der Kapitalzuflüsse auf einen Markt bestimmen, dessen Gewicht sich in den weltweiten Indizes verdoppeln dürfte.

Japan versucht seit 2013, einen möglicherweise historischen Wandel in Richtung einer Wirtschaft einzuleiten, die von einer Steigerung der Einkommen der privaten Haushalte, einer Verbesserung der Unternehmensführung, der Deregulierung

des Arbeitsmarktes und traditionell geschützter Sektoren getragen wird. Die bisher unerschütterliche Unterstützung der Bank von Japan zielt darauf ab, dem Land Zeit zu verschaffen, damit ihm dieser Wandel gelingen kann. Doch der Wandel ist mühsam und wird noch tief verwurzelte kulturelle Hindernisse überwinden müssen. Die „Reflation“ der japanischen Wirtschaft ist für die Tragbarkeit ihres Verschuldungsniveaus von entscheidender Bedeutung. Und das ist sie auch für die Bewertung der Märkte des Landes.



© George Panagakis/Pacific Press/LightRocket via Getty Images

Die Marktrisiken in einer solchen Phase der Übergangsphase zu managen, ist ebenso wichtig wie komplex.



Es ist wichtig, weil es die Faktoren betrifft, die über die größten langfristigen Gewinner und Verlierer entscheiden. Es wäre ein Fehler, der maximalen Reduzierung der kurzfristigen Volatilität eine so hohe Priorität beizumessen, dass man dabei die langfristigen Faktoren übersieht. Wir halten es beispielsweise für ganz entscheidend, uns auf geographischer Ebene in Unternehmen zu investieren, die vom Ausmaß der von der chinesischen Wirtschaft eingeleiteten Reformen profitieren können. Ein weiteres Beispiel auf Sektorebene ist das Internetuniversum mit seiner typischen „Winners take all“-Logik, in dem ebenfalls historische Chancen für einige große Gewinner des Sektors genutzt werden müssen. Wir werden unsere Bemühungen weiter intensivieren, um in der Lage zu sein, besser denn je die großen Schlüsselrends der Zukunft zu erkennen und für uns nutzen zu können.

Doch das Risikomanagement ist eine sehr heikle Angelegenheit.

Dabei ist es wichtig, genau zu differenzieren zwischen einem effektiven Risiko, also die Möglichkeit „dauerhaft“ Verluste zu erleiden, und dem, was Volatilität bedeutet, nämlich aufeinander folgende Schwankungen, bei denen der Fondsmanager starke Nerven braucht. Diese Schwankungen lösen sich schließlich wieder in Luft auf. Der Druck infolge der notwendigen Entschuldung der Staaten, die bereits stark beanspruchten Grenzen der Maßnahmen

der Zentralbanken und die Zwangsjacke der Reglementierungen beim Bankensektor haben die traditionellen Puffer der Volatilität geschwächt. Währenddessen verstärkt das Zusammentreffen der oben erwähnten bedeutenden Umbrüche die

Instabilität der Märkte. Angesichts der nun anbrechenden Ära ist es wichtig, ein höheres Maß an Volatilität zu tolerieren. Zudem sollte dabei das Risikomanagement sehr diszipliniert gemanagt werden um schließlich mit Gelassenheit die echten langfristigen Gewinnpotenziale nutzen zu können. Die Anwendung von Prozessen mit einfachen Konzepten, aber einer technisch anspruchsvollen Umsetzung, wird ein

entscheidender Erfolgsfaktor sein. Es wird beispielsweise um die Beherrschung des Managements von Long/Short-Positionen gehen, mit der sich bei geringem Marktrisiko Alpha generieren lässt, oder kurz um so genannte „Barbell“-Positionen. Hierbei geht es um das Gleichgewicht zwischen einerseits starken Überzeugungen,

die volatil sind und andererseits um Anlagen mit geringer Performance: Letztere sind jedoch sehr stabil und beinhalten die Auswahl von stark dekorrelierten Anlagen, die relativen Strategien auf den verschiedenen Abschnitten der Zinskurve, die Anwendung von Diversifizierungsstrategien bei Währungen usw.

Die Anthropologie sowie die Geschichte der Wirtschaftskrisen lehren uns, dass die großen Phasen des Wandels immer für die einen Fluch und für die anderen historischer Segen bedeuteten. Die wichtigste Voraussetzung für die berechtigte Hoffnung, zu den Letzteren zu gehören, ist die Nutzung seines gesunden Menschenverstandes, um sich zu entwickeln, sich anzupassen, zu stärken und unvoreingenommen eine positive Betrachtungsweise des Universums und der sich eröffnenden Möglichkeiten an den Tag zu legen. Diese Lektion gilt für die Regierungen von Athen bis Brüssel, von Washington bis Tokio und von Moskau bis Peking. Sie gilt übrigens auch für Anleger.

Letzte Überarbeitung am 01/07/2015

Anlagestrategie

Devisen



Die Ereignisse der Griechenlandkrise hatten kaum Einfluss auf den Euro, der sich im Juni gegenüber den großen Währungen der Industrienationen insgesamt unverändert hielt. Gegenüber dem Dollar legte die Einheitswährung leicht zu, gegenüber dem Yen blieb sie stabil und gegenüber dem britischen Pfund gab sie leicht nach. Die Zentralbanken scheinen sich einig zu sein, erneute große Währungsschwankungen zu vermeiden, und das obwohl sich der Deflationsdruck in den Industrieländern abzuschwächen scheint, insbesondere in der Eurozone und in Japan. Demzufolge ist unsere Währungsstrategie weiterhin zwischen Euro und US-Dollar ausgewogen.

Anleihen

750	26.26	12:17:07
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
...

Die Renditen weltweiter Staatsanleihen zogen vor dem Hintergrund der Spannungen in der Eurozone, aber auch wegen der Stabilisierung der Inflation weiter an. Denn es ist festzustellen, dass die Zinsen der europäischen Peripherieländer nicht allein unter Aufwärtsdruck stehen, sondern dass auch die deutschen Zinsen seit drei Monaten gestiegen sind. In diesem turbulenten Anleihenumfeld haben wir den Strategien den Vorrang gegeben, mit denen sich die Volatilität des Marktes teilweise abfedern lässt. Bei europäischen Staatsanleihen werden unsere wichtigsten Long-Positionen auf Portugal, Italien

und Spanien durch unsere Verkaufspositionen auf amerikanische und deutsche Zinsen ausgeglichen. Damit wollen wir eher einen Renditespread nutzen als eine direktionale Position aufnehmen. Auch unsere Positionen in Unternehmensanleihen waren beim Ausgleichen unserer Performance von Vorteil. Der Renditeaufschlag für das Kreditrisiko hat seine Pufferrolle gut erfüllt, indem er den Anstieg der Renditen der zugrunde liegenden Staatsanleihen zum Teil aufgefangen hat.

Aktien



Die Aktienmärkte sind im Juni deutlich gefallen, wobei dieser Abwärtstrend von den europäischen und chinesischen Märkten eingeleitet wurde. Dieses Verhalten erinnert an die Instabilität, die durch die Liquiditätsspritzen der Zentralbanken hervorgerufen wurde, die zu einer extremen Spaltung der Anleger geführt haben. Nur einige Schwellenländer wie Mexiko, Indien oder Brasilien haben diese Korrektur nahezu schadlos überstanden. Damit wird der Nutzen einer diversifizierten Allokation in weltweiten Aktien ganz deutlich. Mit unseren Positionen bei Weltmarktführern, insbesondere amerikanischen, konnten wir die Volatilitätsspitze auf den europäischen Märkten abfedern. Wir haben zudem unser Exposure in hochwertigen Titeln verstärkt, die in der Lage sind, unabhängig von der Weltkonjunktur ihre Ergebnisse deutlich zu steigern. So haben wir im Juni das französische Unternehmen Criteo in unser Portfolio an Technologiewerten aufgenommen. Das auf die Optimierung der Kundenbeziehung im e-Commerce spezialisierte Unternehmen, besitzt das Potenzial für eine Ergebnissteigerung von +50% pro Jahr.

Rohstoffe



Carmignac Portfolio Commodities verzeichnete über den Monat eine negative Performance, übertraf aber seinen Referenzindex. Die Untergewichtung des Fonds hat es ihm ermöglicht, die Korrektur an den Märkten aufzufangen. Da die amerikanische Ölproduktion immer noch kein Nachlassen erkennen lässt, gehen wir weiterhin bei Energiewerten im Portfolio sehr selektiv vor und nehmen Gewinne bei Unternehmen mit, deren künftige Cashflows vom Markt bereits eingepreist sind. Dies war der Fall bei Dragon Oil, das wir nach einer sehr erfreulichen Wertentwicklung verkauft haben.

Dachfonds



Mit einer konstruktiven Positionierung bei Aktien im Verlauf des Monats Juni verzeichneten unsere Dachfonds über den Monat hinweg eine negative Performance. Wir haben ein hohes Exposure beibehalten, denn wir haben Vertrauen in die Qualität unseres Portfolioaufbaus im Hinblick auf Diversifizierung und Anlagethemen, die für die Ausgewogenheit unserer Dachfonds sorgen. Ihr globales Risiko wird somit durch die sehr defensive Positionierung unserer zugrunde liegenden europäischen Fonds gemindert.

Wertentwicklungen der Vergangenheit lassen keine Rückschlüsse auf zukünftige Wertverläufe zu. Die Kosten sind in den Wertentwicklungen enthalten. 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