



DIE SCHLAFWANDLER

Von Didier Saint-Georges

Mitglied des Investmentkomitees
Managing Director

**„Der weltweite
Aufschwung hält an“**

*Auszug aus dem
Schlusskommuniqué
des G20-Gipfels*

Wie von uns vorhergesagt, haben die Märkte Anfang 2016 begonnen, ihre Augen für unerfreuliche und unausweichliche Wahrheiten zu öffnen. Das übermäßige Vertrauen in die Robustheit der amerikanischen Wirtschaft ist ein wenig eingeknickt, nachdem der ISM-Index für das verarbeitende Gewerbe im Januar zum vierten Mal in Folge

“
*Die Konsensmeinung
zum Wachstum der
USA im Jahr 2016
ist weiterhin zu
optimistisch.*”

rückläufig war. Zudem geriet der unerschütterliche Glaube an die Macht der Zentralbanken erstmals

ins Wanken, als die Bank of Japan drei Wochen nachdem sie diese Möglichkeit ausgeschlossen hatte, im Januar negative Leitzinsen festlegte. Statt zu fallen, reagierte der Yen mit einer kräftigen Aufwertung.

Die Kurseinbrüche im Bankensektor haben ferner gezeigt, wie spät man sich darüber klargeworden ist, dass Gewinne des Bankensektors, durch negative Zinsen und unverminderten Regulierungsdruck zunichte gemacht wurden. Das Erwachen der Märkte hat also begonnen. Doch die Herausforderungen, die auf sie zukommen, scheinen uns in ihrer Komplexität noch nicht bewusst zu sein. Angesichts der Gehaltlosigkeit des Schlusskommunikés des G20-Gipfels in Shanghai haben wir den Eindruck, dass sich Zentralbanken wie auch Regierungen und in ihrem Gefolge zahlreiche Anleger weiterhin verhalten wie Schlafwandler, die vorangehen, ohne die Tragweite des sich vollziehenden Umbruchs zu erfassen

(siehe die Carmignac's Note vom Juli 2015 „Der große Übergang hat begonnen“). Wir bleiben daher aus strategischen Gründen bei unserer zurückhaltenden Positionierung,



© Rolex Dela Pena - Pool/Getty Images

aus dem September. Wir werden allerdings gleichzeitig mögliche Chancen nutzen, um bei Überreaktionen der Märkte günstig zu kaufen. Solche Gelegenheiten boten sich bereits Anfang des Jahres, als wir eine Auswahl von Aktien und Unternehmensanleihen aus dem Energiesektor kauften. In ihren Preisen spiegelte sich aus unserer Sicht die besonders negativen Einschätzungen der mittelfristigen Entwicklung des Ölpreises wider.

Umbruch

Es sei daran erinnert, dass die Wurzel des Problems darin liegt, dass die Überwindung einer schweren Finanzkrise für jede Volkswirtschaft äußerst schwierig ist. Japan machte diese Erfahrung nach 1990. Heute – nach der großen Finanzkrise von 2008 – sind Industrienationen ebenso wie Schwellenländer damit konfrontiert. Diese Krise wurde mit radikalen Mitteln behandelt

- Geldschöpfung ungekannten Ausmaßes in der industrialisierten Welt und kolossale, mit Bankkrediten finanzierte Investitionsprogramme in China. All diese Maßnahmen sind verpufft und haben im Wesentlichen unerwünschte Folgen

hinterlassen (das heißt die Mittel selbst sind für den Patienten gefährlich geworden).

Diese Folgen für die Industrieländer sind: negative Zinsen, Anleihenblasen, schlechte Kapitalallokation und Verschärfung der Ungleichheiten. Gleichzeitig sind für China industrielle Überkapazitäten mit Deflationsdruck entstanden und der Bankensektor geriet stark in Schieflage. Im Bemühen, Konjunkturzyklen zu eliminieren, haben die Zentralbanken massive Ungleichgewichte erzeugt, aber es lediglich geschafft, den Zyklus zu verzögern. Heute stellt daher das Aufeinanderprallen des Konjunkturzyklus mit einem seit sieben Jahren kumulierten Ungleichgewicht das bedeutendste Risiko für die Märkte dar.

Den Zentralbanken geht die Luft aus

Theoretisch gibt es keine Grenzen für die Käufe von Finanzwerten („quantitative Lockerung“), die eine

Zentralbank tätigen kann. Mario Draghi versucht im Übrigen, die Märkte mit diesem Argument davon zu überzeugen, nicht an seinen Maßnahmen zu zweifeln. Doch in der Praxis muss jede Zentralbank die endlose Fortsetzung des Aufblähens ihrer Bilanz und die damit einhergehende Verschärfung der Ungleichgewichte hinterfragen. Denn die beständig sinkenden Inflationserwartungen belegen die

Ineffizienz dieses Vorgehens. So hat die Fed bereits die Normalisierung ihrer Geldpolitik eingeleitet, in Japan und der Eurozone greift man, was früher unvorstellbar war, zu negativen Zinsen, um die inzwischen ausgereizte quantitative

Lockerung zu unterstützen. Doch diese Mutationen werfen neue Risiken auf. Die Politik negativer Zinsen verschärft die Schwierigkeiten des Bankensektors. In den USA kollidiert die Absicht der Fed, einen erst vor drei Monaten eingeleiteten geldpolitischen Straffungszyklus fortzusetzen, bereits mit der Verlangsamung der US-Konjunktur. Das macht die Notwendigkeit, auf die nächsten Zinsanhebungen zu verzichten, plausibel. Dies würde aber dem Vertrauen, das die Fed bislang genoss, gewiss einen schweren Dämpfer verpassen. Es bedarf wohl keiner Erwähnung, dass eine zwangsläufige Rückkehr zu der im Oktober 2014 aufgegebenen quantitativen Lockerung ein ultimatives Eingeständnis des Scheiterns wäre.

Konjunkturschwäche

Die Märkte scheinen sich letztendlich von der Illusion gelöst zu haben, dass die amerikanische Wirtschaft nur in Form ihrer schwächelnden Erdöl- und Gasindustrie betroffen

sein könnte. Heute ist offensichtlich, dass das gesamte verarbeitende Gewerbe angeschlagen ist. Aber die Konsensmeinung scheint sich noch in der Zuversicht zu wiegen, dass der amerikanische Verbraucher mit seiner legendären Robustheit von der Konjunkturschwäche unberührt bleibt. Aber der Vermögenseffekt erodiert: Die Verlangsamung des Anstiegs der Immobilienpreise und die Trendwende an den Börsen wird den amerikanischen Verbraucher treffen. Der Index des vom Conference Board gemessenen Verbrauchervertrauens ist im Februar stärker zurückgegangen, als von den meisten Ökonomen erwartet. Dies gilt insbesondere für die im Index enthaltenden Prognosen. Diese sind befinden sich auf einem Zweijahrestief. Die Ausgaben für Dienstleistungen beginnen ebenfalls nachzulassen. Ohne noch einmal auf das Kippen der amerikanischen Wirtschaft in die Rezession hinweisen zu müssen, halten wir die Konsensmeinung zum Wachstum der USA im Jahr 2016 daher für zu optimistisch.

Dieselbe Selbstgefälligkeit herrscht in Europa. Dass die europäische Wirtschaft mithilfe des verzögerten Zyklus und Unterstützung einer sehr wohlwollende Zentralbank ihr Wachstum weiter beschleunigen wird, erscheint uns illusorisch. Die Vertrauensumfragen von IFO und ZEW, die gewöhnlich ziemlich zuverlässige vorlaufende Indikatoren für Wendepunkte des deutschen Konjunkturzyklus sind, haben vor etwa sechs Monaten eine Trendwende vollzogen, und ihr Rückgang hat sich im Februar noch weiter beschleunigt. Es ist nunmehr sehr wahrscheinlich, dass ein deutsches Wirtschaftswachstums von 1,75% im Jahr 2016 nach 1,45% im vergangenen Jahr deutlich verfehlt wird. Durch diese Dynamik wird die

“
Nach unseren Quellen nehmen die kritischen Faktoren in jüngster Zeit zu.
”

gesamte Eurozone in unterschiedlichem Ausmaß geprägt.

Mittlerweile ist offensichtlich, dass China weiter schwächelt. Weniger verstanden wird hingegen, dass das Kreditwachstum heute deutlich über dem der Wirtschaft liegt. Das bedeutet für die chinesische Wirtschaft ein fortlaufendes Ansteigen des allgemeinen Verschuldungsniveaus. Wie üblich macht der Mangel an zuverlässigen bezifferten Daten eine abschließende Beurteilung über die tatsächliche Lage des Landes schwierig. Doch unseren Quellen wie auch zahlreichen China-Besuchen nach zu urteilen ist nehmen die kritischen Faktoren in jüngster Zeit zu. Insbesondere die Höhe der

Kapitalabflüsse, das Ausmaß der industriellen Überkapazitäten und die Qualität der Bilanzen im Bankensektor bilden eine ganze Reihe von Herausforderungen. Diese müssen die chinesischen Behörden schon bald zusätzlich zu den langfristigen Reformen auf noch konsequentere Weise in Angriff nehmen. Dass man dabei auf eine akkommodierendere Geldpolitik und eine schwächere Währung verzichten kann, erscheint uns auf Dauer eher unwahrscheinlich.

Den Hintergrund dieser besorgniserregenden Bilanz bilden übermäßig verschuldete und damit für einen Mangel an Wachstum und Inflation besonders anfällige

Volkswirtschaften. Hinzu kommen zunehmende politische Instabilität. All dies bestätigt uns in unserer vorsichtigen Haltung umso mehr. Das Risikomanagement bleibt daher zu Beginn dieses Jahres unsere Priorität. Wir nutzen hierzu das übliche Spektrum unserer Instrumente: Absicherungen auf Indizes und Sektoren, Positionen in amerikanischen Staatsanleihen sowie Exposures im Dollar und im Yen. So wollen wir unsere umfangreichen und auf starken Überzeugungen basierenden Anlagen in den Wachstumssektoren vor den unmittelbaren Marktrisiken zu schützen.

Letzte Überarbeitung am 1. März 2016

Anlagestrategie

Devisen



Das prägende Phänomen der vergangenen zwei Monate war der massive Wertzuwachs des japanischen Yen, der seit Jahresbeginn gegenüber dem Euro fast 5% gewann. Dieser Anstieg vollzog sich im Rahmen der intensiven Suche von Anlegern nach „sicheren Häfen“ angesichts zunehmender Zweifel auf die Auswirkung der Geldpolitik auf die Wirtschaft. Bemerkenswert ist insbesondere, dass die Umsetzung einer Politik negativer Zinsen durch die Bank of Japan den Aufwärtstrend der japanischen Währung nicht gebremst hat. Der Euro war äußerst volatil und ist seit Jahresbeginn gegenüber dem US-Dollar letztendlich leicht gestiegen, trotz verschiedener Äußerungen von EZB-Vertretern. Unsere Währungsstrategie, in der wir besonders auf den japanischen Yen setzen, hat zu Beginn dieses Jahres einen positiven Beitrag zur Wertentwicklung unserer Fonds geleistet.

Anleihen



Die Zahlen der realen Inflation in den USA haben sich verbessert, vor allem aufgrund der Inflation bei Wohnungen und medizinischen Dienstleistungen. Allerdings haben sich die Inflationserwartungen, gemessen an 5-jährigen Inflationsswaps in 5 Jahren weiter abgeschwächt. Diese Divergenz schafft ein Dilemma für die FED im Hinblick auf die Fortsetzung ihrer Politik der geldpolitischen Straffung. Klarer ist die Lage in Europa, wo sowohl die reale Inflation als auch die Inflationserwartun-

gen einem Abwärtstrend folgen. Das lässt erneute Maßnahmen der EZB zur Bekämpfung des Deflationsdrucks vermuten. Sowohl unsere Positionen in Staatsanleihen der europäischen Peripherieländer als auch in amerikanischen Staatspapieren haben von den zunehmenden Zweifeln im Hinblick auf das Wirtschaftswachstum und auf die Fähigkeit der Zentralbanken, ihre Inflationsziele zu erreichen, profitiert. Auf dem Kreditmarkt ging es hingegen volatiler zu, insbesondere im Segment der hochverzinslichen Unternehmensanleihen. Unsere Strategie in diesem Segment besteht darin, uns in hochwertigen Unternehmensanleihen zu positionieren und unser zugrunde liegendes Marktexposure dahingehend abzusichern, dass wir allein die relative Performance unserer Titelauswahl sicherstellen.

Aktien



Die Märkte gingen mit einer massiven Korrektur in das neue Jahr, die keine Region verschonte: Europäische Aktien verzeichneten mit die schwächsten Wertentwicklungen. Die Dynamik des Wirtschaftsaufschwungs wird angesichts der Konjunkturschwäche vor allem in Europa immer mehr in Frage gestellt. Dies lässt die Anleger an der positiven Konsensmeinung zu Jahresbeginn zweifeln. In diesem Umfeld konnten wir durch unsere sehr defensive Positionierung mit einem Aktienexposure, das nahe an seinen zulässigen Mindestwerten liegt, den Schock abfedern. Um unser Risikomanagement zu verstärken, haben wir zu Jahresbeginn eine kleine Position in Goldminenbetreibern aufgebaut, die im Februar von ihrem Status als „sicherer Hafen“ profitierten. Parallel hierzu haben wir versucht, das Verhalten der Anleger zu nutzen, um uns zu günstigen Einstiegskursen in Unternehmen zu positionieren. Diese hatten trotz solider Fundamentaldaten unter der Welle wahlloser Verkäufe zu leiden. Vor

allem im amerikanischen Energiesektor haben wir diese Art von Unternehmen ausfindig gemacht und haben dort in jüngster Zeit ausgewählte Käufe in Titeln wie Concho Resources oder Hess Corporation getätigt, um unsere Position in Anadarko Petroleum Corporation zu ergänzen.

Rohstoffe



Der Carmignac Portfolio Commodities hat sich trotz der sehr hohen Volatilität auf den Rohstoffmärkten seit Jahresbeginn praktisch parallel zu seinem Referenzindex entwickelt. Im Laufe des Februars haben wir einen Teil unserer Absicherungen aufgelöst, um das Exposure des Fonds allmählich zu erhöhen. Die Bodenbildung im Erdölsektor scheint erreicht zu sein. Somit dürften die erforderlichen Bedingungen für ein Anziehen der Ölpreise und der Erdöltitel in den kommenden zwölf Monaten vorhanden sein. Wir hoffen, dass wir daraus dank unserer in der Baisse aufgebauten Positionen in Unternehmen mit den besten Fundamentaldaten einen Vorteil ziehen können.

Dachfonds



Die sehr defensive Positionierung unserer Dachfonds hat ihnen ermöglicht, ihre jeweiligen Referenzindikatoren seit Jahresbeginn deutlich zu übertreffen. Unser Portfolioaufbau, der Fluchtwerte – insbesondere den Japanischen Yen – bevorzugt, war somit für unsere Dachfonds zu Jahresbeginn von großem Nutzen.

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