



DIE LÖSUNG DES GELDPOLITISCHEN RÄTSELS

Von Didier Saint-Georges

Member of Investment Committee

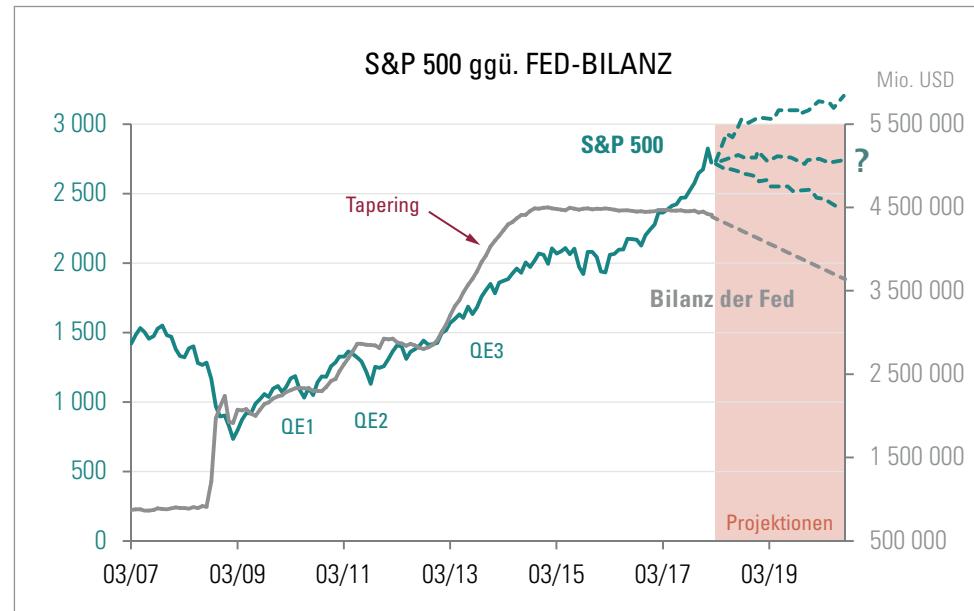
Managing Director

Seit die Zentralbanken der Industrieländer in den ersten Tagen des Jahres 2009 begannen, sich Hals über Kopf in extrem akkommodierende Geldpolitiken zu stürzen, steht die Frage im Raum, wie diese Geschichte zu Ende geht. Würden Wachstum und der Inflation zurückgehen, käme dies einem schmerzlichen Scheitern dieser Politik gleich. Das Ergebnis wäre eine verheerende Vertrauenskrise für die Märkte. Diese Option ist heute vom Tisch. In den vergangenen Jahren stützten sich die Märkte auf Wachstums- und Inflationsniveaus, die zwar nicht mehr im Gefahrenbereich liegen, aber immer noch zu niedrig sind, um eine unendliche Fortsetzung der äußerst lockeren Geldpolitiken zu rechtfertigen. Dies

“

Die seit zehn Jahren kumulierten Ungleichgewichte werfen Fragen auf, wie die Anpassung erfolgt.

”



Quelle: Bloomberg, Carmignac, 28.02.2018

war bekanntermaßen zum Vorteil für alle Anlageklassen. 2018 hat mit einer a priori Auflösung dieser Entwicklung begonnen, indem das Wachstum und die Inflation deutlich anzogen. Damit ist der Erfolg des jahrelangen geldpolitischen Voluntarismus besiegt und kommt zum Ende. Daraus ergibt sich jedoch eine unausweichliche Phase der Instabilität an den Märkten, die mit der schwierigen Frage konfrontiert sind, wie die neue Lage zu deuten ist und wie sie sich auf alle Anlageklassen auswirkt.

Anleger sind heute genau wie 2009 mit der großen Schwierigkeit konfrontiert, die Auswirkungen eines neuen Liquiditätsumfelds richtig zu interpretieren.

2009 hat das geldpolitische Neuland zu den irrtümlichsten Annahmen geführt, wie sich dies auf die Finanzmärkte auswirken dürfte. Die Aussicht auf eine unkonventionelle Geldschöpfung hatte viele Ökonomen einen bedeutenden Anstieg des Inflationsdrucks befürchten lassen,

der die Anleihemärkte unter Druck setzen würde. Gleichzeitig ging man davon aus, dass die Aktienmärkte in einem Umfeld aus dauerhaft gedämpften Wachstums kaum noch steigen könnten. Wie man heute weiß, kam alles ganz anders. Die Aktien- und Anleihenmärkte erlebten allesamt eine beispiellose Hause-Phase. Auf historisch paradoxe Weise haben die Zentralbanken durch ihr mehrjähriges Scheitern bei der Ankurbelung von Wirtschaft und Inflation während dieses gesamten Zeitraums anhalte Unterstützung für Anleger in Form von großzügiger Liquidität garantiert. Hierdurch haben sie die Anleger dazu ange- regt, höhere Risiken einzugehen, um in einem Umfeld, in dem die Zinsen bewusst immer weiter gesenkt wurden, ein Minimum an Rendite mitzunehmen. Nun die Konsequenzen eines Ausstiegs aus dieser Gangart vorherzusehen ist ebenso heikel wie 2009, weil es erneut keinen Präzedenzfall gibt.

Bisher geht die Konsensmeinung für die Aktienmärkte von einem Ausstieg „nach oben“ aus.

In den USA weckt die Ende des letzten Jahres verabschiedete Steuerreform Hoffnungen auf Wirtschaftswachstum. Die Wachstums- prognosen liegen für 2018 derzeit im Durchschnitt bei etwa 3% bei einer Inflation von über 2%. Für die Eurozone wird mit einem Wirtschaftswachstum von rund 2,5% gerechnet, auch wenn man für das Jahr nicht von einer Inflation von über 1,5% ausgeht. Dank dieses nach wie vor günstigen Umfelds wurden die Prognosen für das Wachstum der

“

Bei den Gewinnen pro Aktie wird für 2018 mit einem Anstieg von 18,4% in den USA und von 9,8% in der Eurozone gerechnet.

”

Unternehmensgewinne für 2018 zu Jahresbeginn weiter angehoben (auf nunmehr +18,4% für die USA und +9,8% für die Eurozone). Diese relative Dynamik erklärt, warum die US-Aktienmärkte, insbesondere der Technologiesektor, zunächst ihren Aufwärtstrend trotz des mittlerweile spürbaren Drucks auf die Zinsen weiter fortgesetzt und dabei die europäi-

schnen Märkte weiter hinter sich gelassen haben. Doch diese Entwicklung stößt kurz- und mittelfristig auf zwei verschiedenen Herausforderungen.

Kurzfristig werden die Anleihemärkte für Instabilität sorgen.

Die Renditen amerikanischer, japanischer und deutscher

Staatsanleihen wurden in den geldpolitischen Interventions-Jahren gedrückt. Mittlerweile bewegen sie sich wieder in Richtung der realen Marktpreise und das ist eine heikle Phase. Diese Anpassung wird nicht gemächlich und ruhig ablaufen, da die Märkte bei ihrer Interpretation der Wirtschaftsdynamik, des Wiederaufkeimens der Inflation und der Reaktion der Zentralbanken auf Sicht fahren. Aus der Analyse der amerikanischen Steuerreform geht hervor, dass sie den Finanzierungsbedarf des US-Finanzministeriums aushöhlen wird. Das geschieht zu einem Zeitpunkt, in dem die Fed anfängt, ihre Beiträge zur verfügbaren Liquidität zurückzunehmen und den Bestand von Staatsanleihen in ihrem Portfolio zu reduzieren.

Zu den bedeutendsten Herausforderungen der kommenden Monate gehört somit, den Nettoeffekt zu quantifizieren, der sich aus dem neu-

en Gleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage auf die Renditen von Staatsanleihen ergibt. Für die Aktienmärkte bedeutet das mehr Instabilität, denn ihr Ausblick wird durch neue Inflationsängste aus den USA getrübt sein. Diese ergeben sich durch ungünstige Basiseffekte, gute Zahlen bei den Löhnen, Wiederaufkommen protektionistischer Bestrebungen der Trump-Regierung und der anhalten- den politischen Ungewissheit in Italien und Deutschland. Zu guter Letzt wird das Volumen des Vermögens, das mittlerweile passiv und algorith- misch verwaltet wird, das Ausmaß der erratischen Ausschläge der Märkte noch verstärken.

Am Ende dieser instabilen Phase stellt sich dann immer noch die Frage nach der künftigen Gangart der Märkte.

Die seit zehn Jahren kumulierten Ungleichgewichte werfen Fragen auf, wie die Anpassung erfolgt. Das Verschuldungsniveau der Staatshaushalte und auch der Privathaushalte, denen die weltweit niedrigen Zinsen zugute kamen ist heute höher als kurz nach der großen Finanzkrise im Jahr 2008. Es liegt beispielsweise bei rund 250% des BIP für die gesamte amerikanische Volkswirtschaft und bei 200% für Japan. In der Eurozone lag die Verschuldung der öffentlichen Hand 2009 bei 72,8%, heute sind es 83,2%. Zurzeit hat die Erwartung hin- sichtlich einer höheren Inflation, die den Wirtschaftsaufschwung begleitet, den Vorteil, die realen Kosten der Schulden zu mindern. Dies verstärkt die Attraktivität der Aktienmärkte als Bollwerk gegen das Wegschmelzen des Geldes.

Unter diesem Gesichtspunkt besteht das Hauptsrisiko in der Reaktion der Zentralbanken, insbesondere der Fed, falls sie ihre Geldpolitik übermäßig straffen sollten. Die Märkte setzen im Moment darauf, dass die

Zentralbanken weise genug sind, um die realen Zinsen unter Inkaufnahme eines möglichen Hinterherhinkens hinter dem Anstieg der Inflation niedrig oder sogar im negativen Bereich zu belassen, damit bei Anleihen das „Kartenhaus“ nicht zusammenfällt. Diese Wette erscheint rational. Doch die Beendigung oder sogar die Umkehr der Anleihenkaufprogramme seitens der Zentralbanken ist geplant. Und niemand kann wirklich sagen, wo sich der Gleichgewichtspreis für langlaufende Staatsanleihen einpendeln wird: Dies ist insbesondere der Fall, wenn die Inflationsgefahr anhalten sollte, da schließlich die Nachfrage privater Anleger an die Stelle jener der Zentralbanken treten muss. Dieses Risiko rechtfertigt die Beibehaltung einer äußerst aktiven Verwaltung der modifizierten Duration.

Offenbar zeichnet sich nach der turbulenten Phase ein anderes Szenario ab.

Der amerikanische Konjunkturzyklus ist bereits sehr weit vorangeschrit-

ten: Trotz der Steuerreform deuten die wirtschaftlichen Frühindikatoren auf eine mögliche Abschwächung des Zyklus bis zum Jahresende hin. In China fielen die Indikatoren für die Industrietätigkeit (Einkaufsmanagerindex für den Februar) enttäuschend aus. In der Eurozone gaben die Wirtschaftsindikatoren (Verbrauchervertrauen, Einkaufsmanagerindex) zum ersten Mal seit 2016 leicht nach. In Großbritannien hat sich die Konjunkturabschwächung bereits eingestellt. Demzufolge ist das Szenario einer schwächeren Wirtschaft, insbesondere wenn die Marktturbulenzen das allgemeine Vertrauen noch weiter erschüttern sollten, vielleicht eines, das die Märkte heute nicht außer Acht lassen sollten. Es würde das Risiko einer markanteren Korrektur am Anleihemarkt begrenzen, aber die sektoriellen Unterschiede am Aktienmarkt erheblich polarisieren. Wir kämen wieder in ein Umfeld, in dem Wachstum rar ist und in dem zyklische und verschuldete Werte erneut zu kämpfen hätten. Wachstumswerte mit soliden Bilanzen und hoher Trans-

parenz, die auf dem amerikanischen Markt überrepräsentiert sind, würden hingegen deutlich besser abschneiden.

Eine leistungsfähige Anlagestrategie wird sich nunmehr auf andere Ansätze stützen müssen als die, die in den vergangenen Jahren gute Dienste geleistet haben. Es wird daher von entscheidender Bedeutung sein, mit der aufkommenden Instabilität der Märkte umgehen zu können und Portfolios für die Umstellung auf eine neue Gangart entsprechend neu auszurichten.

Letzte Überarbeitung am 05.03.2018

Anlagestrategie

Aktien



Nach einem aufsehenerregenden Jahresbeginn verzeichneten die Aktienmärkte im Februar einen Rückgang. Die Korrektur und die Volatilitäts spitze im vergangenen Monat lassen sich durch Befürchtungen hinsichtlich der schwächeren Wirtschaftsaussichten und insbesondere den Anstieg der Zinsen erklären. Von den USA über Europa und die Schwellenländer bis hin nach Japan schrieben alle Regionen gleichermaßen rote Zahlen. Die Divergenzen unter den Sektoren waren hingegen sehr ausgeprägt. Die für einen Anstieg der Zinsen anfälligen Sektoren wie Versorger, Immobilien und Telekommunikation hatten stark zu leiden, während positiv mit Zinsen korrelierte Sektoren wie Finanzen zulegten.

Unsere Sektorallokation, die Technologiewerten einen prominenten Platz einräumt, konnte sich in diesem Umfeld sehr gut behaupten. Denn angesichts ihrer Bilanzen und ihrer Gewinnwachstumsprofile weisen Technologietitel nur eine begrenzte Sensitivität für Schwankungen der Anleiherenditen auf. Das Aktienexposure unserer weltweiten Fonds wurde sehr aktiv verwaltet, was auch in dem angebrochenen Zeitraum der Instabilität der Fall sein dürfte.

Anleihen



Amerikanische Zinsen zogen im Februar nach ihrem kräftigen Anstieg im Januar weiter an. Die Renditen 10-jähriger Anleihen stiegen etwas stärker als die der 5-jährigen, was eine erneute angemessene Versteilung der Zinskurve ermöglichte und die Rezessionsängste minderte. Die Renditen deutscher Anleihen legten hingegen eine Pause in ihrem Aufwärtstrend ein, während einige Anleiherenditen europäischer Peripherieländer einen erneuten Anstieg der Volatilität verzeichneten. Die Renditeprämien auf Unternehmensanleihen zogen weiter leicht an.

Unser vorsichtiger und ausgewogener Portfolioaufbau mit einer geringen Gesamtduration und einem reduzierten, selektiven Exposure in Unternehmensanleihen hat uns ermöglicht, die Rückschläge der Anleihemärkte abzufedern. Wir halten an unserer Arbitragestrategie fest, mit der wir die Risikoprämien auf Anleihen nutzen wollen, und sichern uns gleichzeitig gegen ein Ansteigen der Zinsen ab. So haben wir weiterhin eine Kaufhaltung gegenüber Staatsanleihen der europäischen Peripherieländer (Italien, Spanien, Portugal und Griechenland) und der Schwellenländer (vorwiegend der lateinamerikanischen) sowie eine Verkaufshaltung gegenüber „Kernanleihen“ der USA und Deutschlands. Zum Monatsende haben wir unser Risiko gesenkt, indem wir all unsere Positionen reduziert haben.

Währungen



Während der Euro bei seiner Aufwertung gegenüber dem Dollar im Februar (nach einem Plus von über 3% im Januar) eine Pause eingelegt hat, setzte der Yen seinen Kurs weiter fort. So legte die japanische Währung gegenüber dem US-Dollar seit Jahresbeginn um 5% zu und tangiert derzeit die technische Schwelle von 106 Yen für einen US-Dollar, ein entscheidendes Niveau für Währungsabsicherungen der großen exportorientierten japanischen Unternehmen.

Unsere Währungsstrategie, die auf ein geringes Dollar-Exposure abgestimmt ist und dem Yen viel Platz neben dem Euro einräumt, hat somit seit Jahresbeginn einen positiven Beitrag zur Gesamtperformance geleistet.

Quelle: Bloomberg, 03.03.2018

WERBEARTIKEL. Dieser Artikel darf ohne die vorherige Genehmigung der Verwaltungsgesellschaft weder ganz noch in Teilen vervielfältigt werden. Er stellt weder ein Zeichnungsangebot noch eine Anlageberatung dar. Die in diesem Artikel enthaltenen Informationen können unvollständig sein und ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Bezugnahme auf bestimmte Werte oder Finanzinstrumente dient als Beispiel, um bestimmte Werte, die in den Portfolios der Carmignac-Fondspalette enthalten sind bzw. waren, vorzustellen. Hierdurch soll keine Werbung für eine Direktanlage in diesen Instrumenten gemacht werden, und es handelt sich nicht um eine Anlageberatung. Die Verwaltungsgesellschaft unterliegt nicht dem Verbot einer Durchführung von Transaktionen in diesen Instrumenten vor Veröffentlichung der Mitteilung. Die Portfolios der Carmignac-Fondspalette können ohne Vorankündigung geändert werden.

Carmignac Gestion - 24 place Vendôme - 75001 Paris. Tel: (+33) 01 42 86 53 35 – Von der AMF zugelassene Portfolioverwaltungsgesellschaft. 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 – Tochtergesellschaft der Carmignac Gestion. Von der CSSF zugelassene Investmentfondsverwaltungsgesellschaft. Aktiengesellschaft mit einem Grundkapital von 23.000.000 Euro - Handelsregister Luxembourg B67549.