

ES KOMMT WIND AUF

Dezember 2016

von Didier SAINT-GEORGES
Managing Director, Member of Investment Committee
01.12.2016

Man musste wieder einmal die Konsensmeinung ignorieren – die Überraschung Donald Trump hat sich am 8. November eingestellt. Doch der anfängliche Schrecken der Anleger ist sehr schnell in allgemeinen Beifall umgeschlagen. Wieder einmal hat sich die Spieltheorie an durchgesetzt. Die allgemeine Erwartung war im Hinblick auf die Folgen einer Wahl Donald Trumps dermaßen pessimistisch, dass sie sich nur noch beruhigen konnte. Wahrscheinlich kommt in diesem plötzlichen Optimismus auch eine Änderung des Blickwinkels der Anleger zum Ausdruck, die sich zunächst auf die Übertreibungen des Kandidaten konzentrierten, bevor sie plötzlich bestimmte Vorzüge seines Wirtschaftsprogramms entdeckten. Um die Reaktionen der Märkte zu verstehen ist jedoch entscheidend, dass sein Programm aus Investitionen, Steuerentlastungen und protektionistischen Versprechen nicht aus heiterem Himmel kam. Wie wir bereits im September erwähnten (siehe unseren Note „[All you need is growth](#)“: Das Scheitern der Zentralbanken wirft die Frage auf, ob jetzt fiskalpolitische Impulse notwendig sind), hat sich die Forderung der Öffentlichkeit nach haushaltspolitischen Anreizen, die auf die Binnennachfrage gerichtet sind, in der westlichen Welt seit fast einem Jahr aufgebaut. Sie sollen die Maßnahmen der Zentralbanken ablösen, die am Ende ihrer Kräfte angelangt sind. Das Programm von Donald Trump passt hierzu und wird den Trend weiter vorantreiben. Diese Zugkraft sollte nicht unterschätzt werden. Denn weil die USA die USA sind, wird dieses Programm zur Ankurbelung der Wirtschaft – auch wenn es unter den Sachzwängen

der Realität in moderaterem Umfang umgesetzt wird – weltweite Auswirkungen haben. Es ist wahrscheinlich, dass es jenen Kräften auf dem europäischen Kontinent Auftrieb gibt, die sich von der von Brüssel auferlegten orthodoxen Finanzpolitik befreien wollen. Ein neuer Westwind, der zwangsläufig mit heftigen Böen und Flauten daherkommen wird, kommt auf den Zins-, Aktien- und Devisenmärkten auf.

Ein erstarkter Dollar ist die erste Auswirkung des Trump-Programms

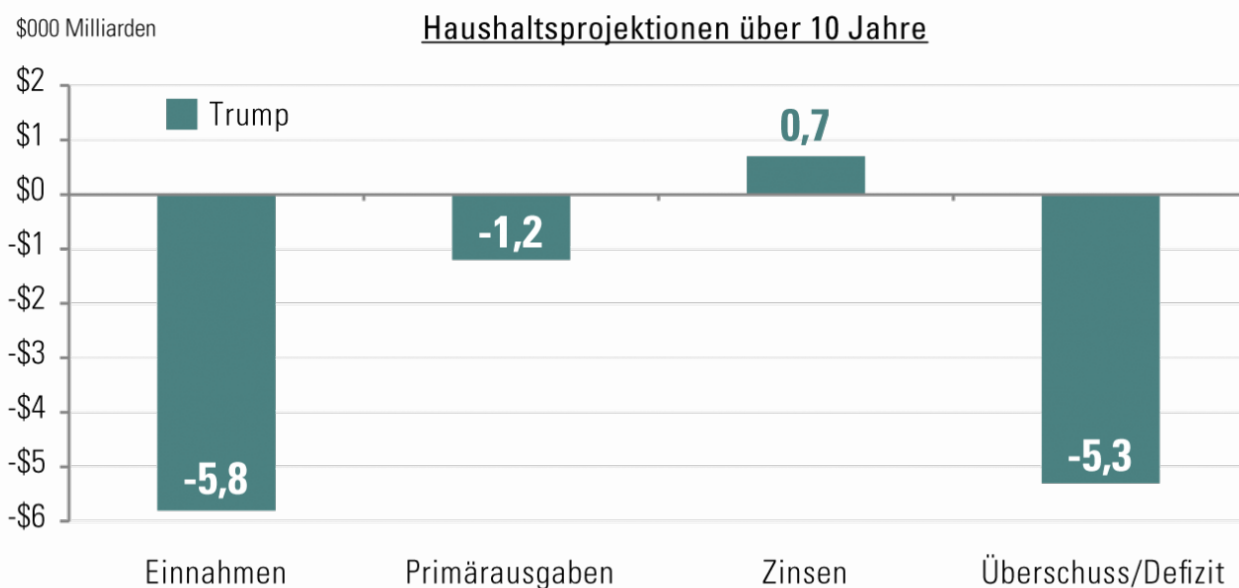
Die Infrastrukturausgaben des Programms von Donald Trump werden kaum die angekündigten schwindelerregenden Höhen erreichen. Doch der Mangel an öffentlicher Infrastruktur in den USA ist eine Realität, und der Ehrgeiz, hier Abhilfe zu schaffen, war in den Auftritten beider Kandidaten zu finden. Diese keynesianische Komponente der angekündigten Politik muss man also ernst nehmen. Andererseits ist klar, dass die Umsetzung solcher Projekte und erst recht deren Multiplikatoreffekte auf die übrige Wirtschaft Zeit brauchen und mit finanziellen Sachzwängen vereinbar sein müssen. Die Märkte preschen wie so oft mit Erwartungen vor.

Der fiskalpolitische Teil des Programms ist sicher der entscheidende. Angesichts der republikanischen Kongressmehrheit könnte seine Umsetzung relativ schnell erfolgen - es handelt sich dabei um eine radikale Angebotspolitik. Die Senkung der Einkommensteuer dürfte dem Verbrauchervertrauen neuen Auftrieb geben, das bereits dahinzusiechen begann. Hinzu kommt die Senkung der Körperschaftssteuer auf dann 15 Prozent, die eine kräftige Hebelwirkung für die Wirtschaft haben dürfte. Sie wird sich unmittelbar auf die Nettoergebnisse vieler amerikanischer Unternehmen auswirken, aber noch entscheidender ist, dass sie endlich ein Anziehen der privaten Investitionen auslösen könnte. Diese Wette ist aber noch nicht gewonnen. Es ist nicht sicher, dass die Unternehmen sich für Investitionen statt für Entschuldung entscheiden. Das wirtschaftliche Umfeld könnte jedoch dafür sprechen. Die Wahl Donald Trumps scheint zu einem Zeitpunkt gekommen zu sein, zu dem sich die vorlaufenden Konjunkturindikatoren allmählich stabilisieren, was zumindest einen leichten weltweiten Konjunkturaufschwung erwarten lässt. Das

trifft insbesondere auf die USA zu: Die jüngsten Industrieproduktionszahlen deuten auf eine erste Erholung hin. Im vergangenen Jahr sorgte noch das Einknicken des Erdölsektors für einen Konjunkturreinbruch. Das Konjunkturprogramm von Donald Trump wird also leichten Rückenwind erhalten, den es seinerseits verstärken und auf eine breite Grundlage stellen wird.

Die radikale Senkung der Steuerlast für die Unternehmen erhöht die Anreize, vorrangig auf amerikanischem Territorium zu investieren. Zudem könnte dies mehr ausländische Investitionen anziehen, wodurch eine Beschleunigung der Kapitalflüsse in Richtung USA plausibel erscheint. Es könnte foglich eine sehr starke und nachhaltige Kraft zugunsten des US-Dollars entstehen, die gleichzeitig den Rhythmus der geldpolitischen Straffung durch die Fed mäßigen könnte.

DAS KERNSTÜCK DES TRUMP-PROGRAMMS IST STEUERSENKUNG



Eine dauerhafte Schwächung der Zinsmärkte ist die zweite Auswirkung

Auch hier muss das Ereignis Donald Trump in seinen Kontext eingeordnet werden.

Die Zinsmärkte waren bereits sehr teuer geworden, indem sie die Aussichten einer „langfristigen Stagnation“ ins Unendliche projizierten. In diesem Zusammenhang sei erwähnt, dass aktive Anleihemanager daher seit Beginn des Sommers ausreichend Gelegenheit hatten, ihre modifizierte Portfolioduration zu reduzieren. Einige Wochen nach der Wahl hat die Rückkehr der Anleihemärkte zu angemessenen Bewertungen eindeutig begonnen. Nunmehr kommen zur Diagnose jedoch noch bessere Wirtschaftsaussichten und ein Anstieg der Inflationserwartungen hinzu. Es ist allerdings noch zu früh, um von einem massiven Abrutschen der langfristigen Zinsen zu sprechen. Die Welt ist nicht plötzlich inflationistisch geworden. Sie begnügt sich derzeit damit, weniger deflationistisch zu sein. Selbst in den USA, wo sich die Inflationsrate bereits erholt hat und eine kräftigere Zinsanhebung eher gerechtfertigt ist als in Europa, handelt es sich im Moment lediglich um einen zyklischen Schub. Der demografische Druck und die Staatsverschuldung sind nach wie vor strukturelle Hindernisse. Eine schnelle Zinserhöhung gehört daher zu den bedeutendsten Risiken, die Flexibilität bei dem Anleihenmanagement erfordern, aber für die Aktienmärkte tolerierbar bleiben könnten.

Dritte wesentliche Auswirkung: Eine neue Zwangslage für die Schwellenländermärkte

Ein aus einem starken Dollar, steigenden Zinsen und protektionistischen Drohungen bestehender Cocktail ist für die Volkswirtschaften der Schwellenländer wohl kaum ein gutes Vorzeichen. Diese offensichtliche Tatsache wurde von den Märkten allerdings sehr schnell berücksichtigt. Mexikanische Vermögenswerte, die direkt von den Drohungen Donald Trumps betroffen sind, hatten daher besonders zu leiden. Sie spiegeln heute eine vorbehaltlose Umsetzung der Erklärungen des Kandidaten Donald Trump wider. Doch können diese so radikal sein? Daran lässt sich zweifeln. Donald Trump bleibt keine andere Wahl, als einen Kompromiss zwischen dem „Schutz“ der amerikanischen Arbeiter und der Wahrung der Interessen amerikanischer Unternehmen zu finden, die mexikanische Arbeitskräfte, kanadische Rohstoffe und asiatische Produktionskosten brauchen. Die Handelsbeziehungen zu China werden ihrerseits stark vom geopolitischen modus vivendi beeinflusst, den es

im Fernen Osten zu erhalten gilt. Handelsverträge werden wahrscheinlich neu ausgehandelt, und globale Abkommen durch bilaterale Verträge ersetzt. Es ist jedoch unwahrscheinlich, dass 25 Jahre der wirtschaftlichen Globalisierung rückgängig gemacht werden können. Abgesehen von den kurzfristigen Spannungen scheinen die Schwellenländermärkte, die sich seit 2013 solide Fundamentaldaten aufgebaut haben, seit dem 9. November in allen Anlageklassen übermäßig stark abgestraft worden zu sein.

Seit 2015 suchen die Märkte nach einem neuem Weg. Ihnen war klar geworden, dass das alleinige Einschreiten der Zentralbanken sowohl im Hinblick auf die nach wie vor flau Realwirtschaft als auch auf die Preise von Finanzwerten an seine Grenzen stieß. Der allgemeine Trend in Richtung expansionistischeren Haushaltspolitik wird sich zum künftigen Leitmotiv entwickeln. Es wird der Forderung der Bevölkerungen gerecht und kommt den Maßnahmen der Zentralbanken entgegen. Die amerikanische Wahl ist eine entscheidende Etappe dieses Übergangs, dessen nächste Meilensteine die Abstimmungen in Europa 2017 sein werden. Es zeichnet sich ein Wandel an den Märkten ab, dessen Auswirkungen vielfältig sind: eine Trendwende bei den Zinsen, eine Aufwertung der Währungen für jene Länder, die Kapital anziehen, sowie eine Neusortierung der Aktienmärkte auf sektorieller und geografischer Ebene. Bedenken wir dabei jedoch, dass dieser Wandel von grundlegenden Politikwechseln vorangetragen wird, die, was Europa betrifft, 2017 erneut den Zusammenhalt der Eurozone auf die Probe stellen könnten. Die Märkte, die sich zu Recht schnell an diesen Wechsel von Wirtschaftsmodellen anpassen, werden die damit verbundenen Risiken weiterhin genau beobachten.

Anlagestrategie



Währungen

Der Dollar war im November der große Gewinner auf dem Währungsmarkt. Die Erwartung eines Zusammenspiels zwischen expansionistischer Fiskalpolitik und Normalisierung der amerikanischen Geldpolitik hat zur starken Aufwertung des US-Dollars beigetragen. Die Schwellenländerwährungen hatten unter dieser Entwicklung zu leiden, ohne dass es insgesamt zu Panikreaktionen gekommen wäre. Die beiden Schwellenländerwährungen, die am stärksten unter Druck standen, sind der mexikanische Peso und die türkische Lira, allerdings aus sehr unterschiedlichen Gründen. Die türkische Lira leidet unter schwachen Fundamentaldaten, während der mexikanische Peso als Absicherungsinstrument für weltweite Anleger angesichts der von Donald Trump hervorgerufenen Unsicherheiten fungiert. Dies rechtfertigt einen aktiven und selektiven Ansatz im Währungsbereich. Deshalb haben wir unser Exposure im Dollar erhöht und unsere Positionen in Schwellenländerwährungen und im Yen abgesichert.



Anleihen

Die Zinssätze waren die Hauptopfer der möglicherweise expansionistischerer Haushaltspolitiken. Die erwartete Reflation hat sich in einem deutlichen Anstieg der Break-even-Inflation und der Renditen auf Staatsanleihen niedergeschlagen. Die aus den USA stammenden Spannungen haben sich über den Rest der Welt ausgeweitet, auch in die Eurozone – trotz des Anleihenkaufprogramms der EZB. Nur Japan blieb wegen seiner neuen Politik der Festschreibung der 10-jährigen Zinsen bei 0 Prozent verschont. Dank der allgemeinen Reduzierung unserer modifizierten Duration konnten wir diese Korrektur bei Anleihen überstehen, ohne Schaden zu nehmen. Vor allem unsere Verkaufspositionen auf amerikanische Staatsanleihen haben ihre Funktion bei der Verwaltung des Gesamtrisikos im Portfolioaufbau voll und ganz erfüllt.

Aktien

Die scheinbare Stabilität der weltweiten Aktienindizes im November hat die tiefgreifenden sektoriellen und geografischen Divergenzen verschleiert. Japan und die USA verzeichneten starke Gewinne, während die Schwellenländermärkte eine deutliche Korrektur durchmachten. Auch die zyklischen und unterbewerteten Sektoren legten kräftig zu, während zinssensible Sektoren negative Wertentwicklungen verzeichneten. Die Aufstockung unserer Energiewerte und die Aufnahme von Zementunternehmen im Laufe des Sommers haben uns ermöglicht, mit einem ausgewogenen Portfolio in diese Phase zu gehen. Wir haben zudem im Laufe des Monats selektiv unser Exposure in zyklischen und unterbewerteten Unternehmen erhöht. So haben wir in die amerikanischen Erdöldienstleister Schlumberger und Halliburton investiert, da diese Konzerne in vollem Umfang von der Deregulierung profitieren dürften, die der designierte Präsident Donald Trump ungeachtet der Konjunktur der Ölindustrie umsetzen will. Wir haben außerdem Positionen in den japanischen Banken Mizou, Sumitomo Mitsu und Mitsubishi UFG aufgebaut. Denn bei einer Bewertung von weniger als dem 0,6-fachen des Reinvermögens bieten diese Banken die Chance, zu einem sehr günstigen Preis von der Reflationsthematik zu profitieren.

Rohstoffe

Der Carmignac Portfolio Commodities erzielte im November eine positive Performance. Dem Fonds gelang es zudem, am starken Anstieg des Rohstoffsektors teilzuhaben, ohne dabei seine Fokussierung auf hochwertige Unternehmen aufzugeben, die auch auf lange Sicht eine gute Performance erzielen können. Daher haben wir im Monatsverlauf das Unternehmen DSM in den Fonds aufgenommen, ein multinationales niederländisches Unternehmen, das aus unserer Sicht eine solide Position im Bereich Nahrungsergänzungsmittel hat.

Dachfonds

Unsere Dachfonds verzeichneten im November ebenso eine positive Performance. Unsere Derivatestrategien, die das zugrundeliegende zyklische Exposure unserer Fonds verstärken sollten, haben uns insbesondere ermöglicht, am Aufschwung der Märkte seit der Wahl Donald Trumps teilzuhaben.

Werbematerial

Das vorliegende Dokument darf ohne die vorherige Genehmigung der Verwaltungsgesellschaft weder ganz noch in Teilen vervielfältigt werden. Es stellt keine Anlageberatung dar. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen können unvollständig sein und ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu. Die Studie über das/die vorgestellte/n Finanzinstrument/e wurde nicht im Einklang mit den gesetzlichen Bestimmungen zur Förderung der Unabhängigkeit der Finanzanalysen erstellt. Die Verwaltungsgesellschaft unterliegt nicht dem Verbot einer Durchführung von Transaktionen in dem betreffenden Instrument vor Veröffentlichung der Mitteilung. Diese Studie dient als Beispiel, um bestimmte Werte, die in den Portfolios der Carmignac-Fondspalette enthalten sind bzw. waren, vorzustellen, und stellt keine Werbung für Direktanlagen in diesen Instrumenten dar. Die Portfolios der Carmignac-Fondspalette können ohne Vorankündigung geändert werden. Der Zugang zu den Fonds kann für bestimmte Personen oder Länder Einschränkungen unterliegen. Sie dürfen insbesondere nicht direkt oder indirekt zugunsten oder im Namen einer „US Person“ gemäß den amerikanischen Bestimmungen der „Regulation S“ und/oder von FATCA angeboten oder verkauft werden. Der Fonds ist mit einem Kapitalverlustrisiko verbunden. Risiken und Kosten werden in den wesentlichen Anlegerinformationen (KIID) beschrieben. Alle in diesem Dokument enthaltenen Performanceangaben beziehen sich auf die Anteile A EUR Acc unserer Fonds. • Die Prospekte, die KIID und die Jahresberichte der Fonds stehen in Frankreich und Luxemburg auf der Website www.carmignac.fr/lu zur Verfügung und sind auf Anfrage bei der Verwaltungsgesellschaft erhältlich. Die KIID müssen dem Zeichner vor einer Zeichnung ausgehändigt werden. • Der Verkaufsprospekt, die Satzung, die wesentlichen Anlegerinformationen (KIID), sowie die Jahres- und Halbjahresberichte des Fonds sind in der Schweiz kostenlos bei unserem Vertreter und unserer Zahlstelle in der Schweiz, CACEIS (Switzerland) SA, Route de Signy 35, Postfach 2259, CH-1260 Nyon, erhältlich. In Belgien wurde das vorliegende Dokument nicht der FSMA zur Bestätigung vorgelegt. Es wendet sich ausschließlich an professionelle Anleger. Die Prospekte, die KIID und die Jahresberichte der Fonds stehen auf der Website www.carmignac.be zur Verfügung und sind auf Anfrage bei der Verwaltungsgesellschaft erhältlich. Die KIID müssen dem Zeichner vor einer Zeichnung ausgehändigt werden.

Carmignac Gestion, 24 place Vendôme - 75001 Paris. Tel.: (+33) 01 42 86 53 35 - Fax: (+33) 01 42 86 52 10, Portfolioverwaltungsgesellschaft (AMF-Zulassung vom 13.03.1997 unter der Nummer GP 97-08). Aktiengesellschaft mit einem Kapital von 15.000.000 EUR - Handelsregister Paris B 349 501 676. • Carmignac Gestion Luxembourg, City Link, 7 rue de la Chapelle – L-1325 Luxemburg. Tel.: (+352) 46 70 60 1 – Fax: (+352) 46 70 60 30, Tochtergesellschaft von Carmignac Gestion, OGAW-Verwaltungsgesellschaft (CSSF-Zulassung vom 10.06.2013). Aktiengesellschaft mit einem Kapital von 23.000.000 EUR - Handelsregister Luxemburg B67549