

DIE BLITZABLEITER-STRATEGIE

September 2017

von Didier SAINT-GEORGES
Managing Director, Mitglied des Anlageausschusses
01.09.2017

Im Sommer 2017 blieben die Finanzmärkte von größeren externen Schocks verschont, die ihre Widerstandsfähigkeit auf die Probe gestellt hätten. Es gab weder eine Finanzkrise noch eine militärische Intervention, abgesehen von einigen Provokationen durch Nordkorea. Das Konjunkturmilieu war insgesamt positiv, und am Ende stand das berühmte Treffen der Zentralbanker im August in Jackson Hole, wo man sich vor allem darauf verständigte, zu geldpolitischen Fragen zu schweigen. Insgesamt gab es also keine besonderen Vorkommnisse.

Im Juli und August verlor der EuroStoxx 1 Prozent, der S&P 500 Index legte um 1,8 Prozent zu und der Aktienindex MSCI World gewann dank der soliden Entwicklung der Schwellenländer 2,3 Prozent. Hinter dieser undramatischen Entwicklung verbargen sich jedoch weitere Verschiebungen der globalen wirtschaftlichen Gleichgewichte (siehe unsere Note vom Juli „[Rationale Überschwänglichkeit?](#)“). Dies lässt sich vor allem an zwei Entwicklungen verdeutlichen: Einerseits steht hier der seit Anfang dieses Jahres zu beobachtende Rückgang des US-Dollar. Dieser hat sich vor allem gegenüber dem Euro beschleunigt und konnte in diesem Sommer um rund 5 Prozent zulegen. Auf der anderen Seite steht der Rückgang der risikofreien Zinssätze. Beide Einzelentwicklungen gilt es zu verstehen, denn in ihnen drücken sich die Befürchtungen der Anleger aus. Sie fungieren auch als „Blitzableiter“: In ihrem Windschatten konnten die Aktien- und Kreditmärkte von guten Unternehmensergebnissen profitieren und sich mit ihren Bewertungsniveaus

zufrieden geben.

Die Anomalie des Anleihenmarkts ist immer weniger haltbar



Die Europäische Zentralbank kann die Fortsetzung ihrer Notfall-Geldpolitik nicht mehr lange rechtfertigen

Seit dem Jahresanfang besteht ein scharfer Kontrast zwischen dem globalen Wirtschaftsaufschwung – vor allem in Europa – und der Zinsentwicklung.

In den ersten Monaten des Jahres waren die politische Unsicherheit in Verbindung mit den Präsidentschaftswahlen in Frankreich, die wahrscheinlich damit zusammenhängende, zögerliche Konjunkturerholung in Europa und die monatlichen Anleihekäufe der EZB ausschlaggebend für den außergewöhnlichen Aufschlag auf deutsche Bundesanleihen. Das Niveau ihrer jährlichen Renditen zwischen 0,2 Prozent und 0,5 Prozent war selbst vor dem Hintergrund eines Inflationsniveaus von unter 2 Prozent bereits deutlich niedrig. Dennoch konnte diese Anomalie bei unveränderten Bedingungen fortbestehen. In diesem Sommer aber wandelte sich das Umfeld.

Was die Politik anbelangt, hat Angela Merkel ihren Vorsprung in den Umfragen zur Bundestagswahl im September ausgebaut. Dies stützt die Hoffnung auf eine neue europäische Dynamik und auf eine gestärkte deutsch-französische Achse. Von diesem politischen Impuls könnte u.a. Italien profitieren, auch wenn Ex-Premier Berlusconi sich in den Medien wieder zu Wort meldet. Das Land erholt sich nach und nach vom gescheiterten Referendum über die von Matteo Renzi geplanten Reformen im Dezember 2016: So stieg der Geschäftsklimaindex der italienischen Wirtschaft im August erneut an und erreichte seinen höchsten Stand seit 2008.

In der Eurozone schlägt sich nun in allen Ländern die Verbesserung der vorlaufenden Konjunkturindikatoren vom Jahresanfang nieder: Nach einem 18-monatigen

Rückgang lag der Einzelhandelsindex im August rund 2 Prozent über seinem Stand vom Januar. Die gleiche Tendenz gilt für die Industrieproduktion.

Obwohl die europäische Wirtschaftsleistung absolut gesehen weiterhin eher moderat ist und die Inflationsrate das offizielle Ziel nach wie vor verfehlt, kann die Europäische Zentralbank ihr Festhalten an einer Notfall-Geldpolitik nicht mehr lange rechtfertigen. Aus unserer Sicht ist es unausweichlich, dass die EZB auf kurze Sicht ankündigt, das Anleihenkaufprogramms zu reduzieren. Nicht zuletzt deswegen, weil der Pool an Wertpapieren, die für Ankäufe in Frage kommen, rapide abnimmt. Dies gilt insbesondere für deutsche Bundesanleihen. Unseren Schätzungen zufolge müsste die „normale“ Rendite zehnjähriger deutscher Anleihen zurzeit bei mindestens 1 Prozent liegen; dieser Umstand wird vom Markt im Moment völlig übergangen. Mario Draghi könnte also in den nächsten Monaten mit dieser Realität konfrontiert werden. Dies ist eines der größten Marktrisiken derzeit. Es muss auch deshalb sehr aktiv gesteuert werden, weil Anleger die Auswirkungen auf andere Anlageklassen absichern sollten.

Die Euro-Stärke ist berechtigt und dauerhaft



Die Entwicklung der Währungen der USA, Europas und Chinas markiert den Anfang eines tiefgreifenden Wandels

Der Euro profitiert davon, dass er mehreren tiefgreifenden wirtschaftlichen und politischen Entwicklungen ausgesetzt ist. Zum einen scheint der Konjunkturzyklus in den USA zu erlahmen, während die Konjunkturaussichten in Europa endlich anziehen. Der vorlaufende Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe in den USA geht seit Jahresanfang zurück. Die Konsumausgaben sind zwar noch solide, aber dafür ging die Sparquote der Verbraucher deutlich zurück (von 5,4 Prozent vor einem Jahr auf 3,6 Prozent). Die Inanspruchnahme von Verbraucherkrediten hat einen historischen Höchststand erreicht, was Banken inzwischen veranlasst, ihre Finanzierungsbedingungen zu verschärfen.

Die Entwicklung des Euro-Dollar-Wechselkurses im Jahr 2017 entspricht folglich einem logischen Spiegelbild der Entwicklung im Jahr 2014. Damals waren die Konjunkturaussichten in den USA bei weitem besser als in der Eurozone. Außerdem ist inzwischen offenkundig, dass die Hoffnungen des Marktes auf eine groß angelegte Steuerreform geplatzt sind, nachdem Donald Trumps populistische Hirngespinnste mit der Wirklichkeit konfrontiert wurden. Allerhöchstens wird der von den Republikanern beherrschte Kongress im zweiten Halbjahr einen Haushalt für 2018 zustande bringen. Die hierin wohl enthaltenen Steuersenkungen sind zwar allseits willkommen, aber angesichts der Konjunkturverlangsamung unzureichend.

Ferner ist Donald Trump im Begriff, den geopolitischen Kredit, den die USA gegenüber anderen wichtigen Regionen besitzen, dauerhaft zu verspielen. Indem sie sich aus der Transpazifischen Partnerschaft (TPP) zurückziehen, Zweifel an der Beibehaltung des nuklearen Schutzschirms der USA zugunsten der europäischen NATO-Mitglieder aufkommen lassen und bei strategischen Entscheidungen improvisieren und sich widersprechen, bringen die Vereinigten Staaten zurzeit ihre globale Führungsposition in Gefahr. Damit bietet sich für Europa und China die Gelegenheit, eine größere geopolitische Position einzunehmen. Diese neue Rollenverteilung spiegelt sich zum Teil bereits in der Entwicklung der Währungen der USA, Europas und Chinas wider.

Darüber hinaus profitiert seit Jahresanfang auch der Goldpreis, also die ultimative Reservewährung. Es gibt mittlerweile sehr gute Gründe für Anleger, zu prüfen, wie groß der Anteil ihrer Portfolios sein soll, den sie strukturell dem US-Dollar zuweisen.

EUR/USD



Quelle: Bloomberg, 28.08.2017

Die Preisverzerrungen bei Staatsanleihen und der Paradigmenwechsel beim Euro-Dollar-Wechselkurs verursachen erhebliche Marktstörungen. Die Normalisierung der Anleiherenditen, die Mario Draghi nicht mehr lange hinausschieben kann, wird Anleger, die diese nächste Phase nicht antizipiert haben, in Schwierigkeiten bringen. Darüber hinaus wird sie sich automatisch auf die Risikoprämie der Aktienmärkte auswirken. Ein Anstieg des Euro auf ein Niveau deutlich über 1,20 USD, das kaum seinem theoretischen Wert bei Kaufkraftparität entspricht, ist denkbar, und würde die Unternehmensergebnisse in der Eurozone beeinträchtigen. Diese müssten jedes Mal, wenn der Euro um 10 Prozent steigt, um durchschnittlich 5 bis 8 Prozent nach unten korrigiert werden. Eine entscheidendere Frage ist jedoch, ob diese beiden Entwicklungen aufeinander stoßen: ein starker Euro, der zu restriktiveren finanziellen Bedingungen in der Eurozone führt, und das unausweichliche Ende der außerordentlich akkommodierenden Geldpolitik der EZB. Auch wenn man einen Blitzableiter hat, sollte man das Barometer im Auge behalten.

Aktien

Nachdem sie im Juli eine Pause eingelegt hatte, nahm die Volatilität an den Aktienmärkten im August angesichts geopolitischer Sorgen wieder zu. Der US-Aktienmarkt verzeichnete im Monatsverlauf eine ausgesprochene Korrektur, während sich die Märkte der Schwellenländer gut hielten und am Ende deutlich im Plus lagen. Insbesondere Brasilien legte um über 5 Prozent zu.

Aufgrund der politischen Instabilität in den USA bestehen Zweifel daran, ob Präsident Trump ein Infrastrukturinvestitions- und Steuersenkungsprogramm auf die Beine stellen kann, das den absteigenden Konjunkturzyklus stützen könnte. Dies veranlasste uns, eine allmähliche Verringerung unserer zyklischen Werte innerhalb unserer Aktienstrategie einzuleiten.

Folglich verringerten wir unsere Positionen in US-Fluggesellschaften, trennten uns von unseren Positionen in japanischen Finanzwerten und nahmen einen hohen Teil der Gewinne auf unsere europäischen Bankwerte mit. Da im Gegenzug keine Anlagen getätigt wurden, ging das Aktienexposure unserer Gesamtstrategie leicht zurück.

Anleihen

Während die Kreditspreads den Sommer über insgesamt stabil blieben, gingen die Renditen von Staatsanleihen der Kernländer gegenüber ihrem Höchststand Ende Juni zurück. Davon waren vor allem deutsche Bundesanleihen betroffen, deren Bewertung sich immer mehr von den Fundamentaldaten abkoppelt.

In diesem Umfeld blieb unsere Zinsstrategie insgesamt unverändert. Wir suchen weiterhin selektiv nach Rendite in Segmenten wie z.B. Schwellenländeranleihen in Lokalwährung, vor allem Brasiliens und Russlands, oder italienischen Staatsanleihen, deren Renditespread gegenüber deutschen Papieren im ersten Halbjahr 2017 seinen höchsten Stand seit drei Jahren erreicht hat. Im Übrigen achten wir weiterhin darauf, dass unsere Unternehmensanleihen liquide sind, und bauen den Anteil der erstklassigen Papiere und der kurzen Laufzeiten aus.

Dies dient zur Vorsorge gegen Rückschläge, die aufgrund der allmählichen Normalisierung der Geldpolitik der EZB auftreten könnten. Das moderate Inflationsniveau verleitet Anleger in der Tat zu einer gewissen Selbstzufriedenheit in Bezug auf die Beibehaltung von akkommodierenden Geldpolitiken, obwohl die weltweiten Zentralbanken immer mehr gezwungen sein werden, ihre Politiken zu normalisieren. Ferner sichern wir den möglichen Schock ab, den ein heftiger Anstieg der deutschen Zinsen verursachen könnte, indem wir an unseren Verkaufspositionen in deutschen Bundesanleihen festhalten.

Währungen

Der ununterbrochene Anstieg des Euro seit dem Ende des ersten Quartals setzte sich auch im August fort. Diese Entwicklung spiegelt vor allem die Schwäche des US-Dollar wider, der sogar seinen Status als sicherer Hafen verliert, wie der immer schnellere Anstieg der europäischen Einheitswährung im Zuge der geopolitischen Spannungen im Zusammenhang mit Nordkorea zeigt.

In unserer Währungsstrategie ist folglich der Euro nach wie vor Übergewichtet, während weiterhin eine Verkaufsposition im Britischen Pfund besteht. Diese leistete angesichts des beschleunigten Rückgangs der britischen Währung im Juli und August einen erheblichen Beitrag zur Performance der Währungen in unseren Fonds.

Quelle: Bloomberg, 31.08.2017

Werbeartikel. Dieser Artikel darf ohne die vorherige Genehmigung der Verwaltungsgesellschaft weder ganz noch in Teilen vervielfältigt werden. Es 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.