

WENN DAS RISIKOMANAGEMENT EINE KURZFRISTIG ERHÖHTE VOLATILITÄT RECHTFERTIGT

Die tägliche Volatilität unserer Fonds, darunter Carmignac Patrimoine, hat in den vergangenen Wochen zugenommen. Diese Entwicklung verdient eine Erklärung, und eine Rechtfertigung.

Den Ausgangspunkt, den es nicht aus dem Auge zu verlieren gilt, stellt die weiterhin extrem schwierige Finanz- und Wirtschaftslage der Eurozone dar. Nachdem die Regierungen Europas monatelang den Kopf in den Sand gesteckt hatten, ergriffen sie am Abend des 26. Oktober endlich Maßnahmen hinsichtlich des Liquiditätsrisikos, das sich in den angeschlagensten Länder der Währungsunion angestaut hatte. Die Absicht, die Schlagkraft des europäischen Rettungsschirms EFSF zu verstärken und es den Banken zu erlauben, einen griechischen Zahlungsausfall realistischer in ihren Bilanzen zu verbuchen, stellt einen Fortschritt dar.

Die Umsetzung der entsprechenden Maßnahmen wird sich aber angesichts der angewendeten Financial-Engineering-Akrobatik als äußerst komplex erweisen, und sie wird darüber hinaus das Problem der Insolvenz Griechenlands nicht lösen (selbst im unterzeichneten Vertrag wird für 2020 von einer Verschuldung in Höhe von 120% des Bruttoinlandsprodukts ausgegangen!). Wichtiger noch: Die Risiken für das Wirtschaftswachstum der Eurozone haben unverändert Bestand und nehmen sogar noch weiter zu. Denn mit dem Phänomen einer Kontraktion der Kreditvergabe verhält es sich wie mit einem Waldbrand: Wird früh eingegriffen, reicht eine punktuelle Intervention, um das Feuer zu löschen. Wartet man zu lang, kann selbst der Rückgriff auf kanadische Löschflugzeuge weit reichende landschaftliche Schäden nicht mehr verhindern. Weil die europäischen Banken erst verspätet Wertberichtigungen für den allgemeinen Bonitätsrückgang von Verbindlichkeiten gewisser europäischer Länder vornahmen, haben sich ihre Bilanzen beträchtlich verschlechtert. Die Neigung dieser Institute, Kredite zu vergeben, Risiken einzugehen und ihre Rolle als treibende Kraft für die Aktivitäten von Unternehmen im Allgemeinen und KMU im Besonderen wahrzunehmen, hat folglich stark nachgelassen. Dies trotz der angekündigten Kapitalerhöhungen, die es ihnen lediglich ermöglichen werden, diese Krise zu überstehen. Diese Reduktion der Kreditvergabe gesellt sich zu den Sparmaßnahmen, zu denen sich alle Länder der Eurzone vermehrt genötigt sehen, und erhöht somit das Risiko einer tiefen Rezession, zu deren Milderung Europa keine Mittel mehr hat. Schlimmer noch: Der Teufelskreis schließt sich, denn der Konjunkturabschwung wird die übermäßigen Verschuldungsniveaus der Euroländer noch schwerer tragbar machen. Mit Blick auf die Europäische Zentralbank, die durchaus noch stärker intervenieren könnte, rechnen wir damit, dass sie ihre Verantwortung wahrnehmen wird.

Die Märkte haben das beschriebene Risiko diesen Sommer erstmals eingepreist. Aber seit Anfang Oktober scheint in den Marktindikatoren (Börsenindizes, Wechselkurse) wieder die Hoffnung die Oberhand über die rationale Analyse zu gewinnen. Vielleicht sind wir zu vorsichtig. Vielleicht sollten wir stärker auf China setzen, diesen neuen *Deus ex machina*, der den Flächenbrand in Europa mit einem kräftigen Atemstoß ein für allemal löschen könnte. Eine Intervention Chinas könnte das europäische Wachstum wieder ankurbeln, indem sie eine wieder großzügigere Kreditvergabe auslöst und das Vertrauen rechtfertigt, das die internationalen Märkte in die wirtschaftliche Kohärenz und politische Governance in der Eurozone setzen. Aber nur vielleicht.

Zwischenzeitlich signalisiert uns unsere objektive Analyse allerdings, dass sich die höchsten Wertschöpfungspotenziale anderswo finden. Aus diesem Grund zeigen wir den europäischen Märkten bei der Portfoliozusammenstellung und mittels unserer Absicherungen weitgehend die kalte Schulter. Wir konzentrieren uns stattdessen auf die Schwellenländer, deren wirtschaftliche Fundamentaldaten so viel voraussehbarer sind. Aus demselben Grund halten wir unser Exposure gegenüber dem Euro niedrig. Diese bewussten Entscheidungen, die den status quo unserer Analyse der mittelfristigen Marktrisiken und -chancen berücksichtigen, haben eine erhöhte Volatilität der handelbaren Wertpapiere des Carmignac Patrimoine zur Folge. An bestimmten Handelstagen - und davon könnte es auch künftig weitere geben - scheinen die Märkte wieder deutlich an Vertrauen in die Perspektiven der Eurozone zu gewinnen, während der Argwohn gegenüber der Wirtschaft Chinas, seinem Bankensystem oder seinem Immobilienmarkt plötzlich stark zunimmt. An solchen Tagen legen die europäischen Märkte sprunghaft zu und wertet der Euro gegenüber sämtlichen Währungen markant auf, wogegen die Emerging Markets korrigieren. Vor diesem Hintergrund kann sich der Kurs des Carmignac Patrimoine gegenläufig entwickeln und vorübergehend unter Druck geraten. Doch schon am nächsten Tag kann die Marktstimmung wieder kippen, und der Fonds erholt sich wieder. Diese unmittelbare Instabilität der handelbaren Anlagewerte ist somit direkter und beabsichtigter Ausdruck unserer stark auf Überzeugungen basierenden Fondsverwaltung. Im Nachhinein kann man immer bereuen, nicht von dieser oder jenen Marktgelegenheit profitiert zu haben. Aber die heute in den Industrie- und Schwellenländern zu beobachtenden Entwicklungen rechtfertigen es in unseren Augen mehr denn je, sich vor Opportunismus zu hüten.

Unsere Erfahrung, die wir in den letzten zwanzig Jahren und während früherer Finanzkrisen gesammelt haben, sagt uns, dass dieser Risikoansatz der richtige ist. Es mag manchmal verlockend erscheinen, auf den kurzfristigen Marktbewegungen mitsurfen zu wollen, aber dies wäre keine Anlagestrategie, die sich langfristig auszahlt. Ganz im Gegenteil: Wir wollen entschieden dort positioniert bleiben, wo die wirtschaftlichen Fundamentalfaktoren unseres Erachtens vom Markt weitgehend unterschätzt werden, und wir wollen unser Ziel, das Kapital unserer Kunden zu schützen, nie aus den Augen verlieren. Zu diesem Zweck sind wir gerne bereit, eine kurzfristig hohe Volatilität hinzunehmen, obschon wir einräumen, dass sie störend sein kann.

Redaktionsschluss: 27. Oktober 2011

Didier Saint-Georges
Member of the Investment Committee

Disclaimer

Dieses Dokument stellt weder eine Anlageberatung noch eine Finanzanalyse dar. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen sind nicht rechtlich bindend. Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken. Carmignac Gestion haftet weder für Entscheidungen, die auf Grundlage einer in diesem Dokument enthaltenen Information getroffenen wurden oder nicht, noch für die eventuelle Nutzung dieser Informationen durch Dritte. Dieses Dokument darf nur zu dem Zweck genutzt werden, für den es erstellt wurde, und darf ohne vorherige schriftliche Genehmigung von Carmignac Gestion weder ganz noch teilweise vervielfältigt, verbreitet oder an Dritte weitergegeben werden.