



Der Preis der Angst

März 2020



Autor/en
Didier Saint-Georges

Veröffentlicht am
2. März 2020

Länge
8 Minuten Lesedauer

Phasen der Panik sind das Spiegelbild von Phasen der Euphorie: Sie basieren auf Tatsachen, die dann in extreme Erwartungen gesteigert werden

Was bedeutet die plötzliche Korrektur der Märkte Ende Februar, nachdem sie der Verbreitung des Covid-19 doch bis dahin gut standgehalten hatten, und wie sollen Anleger sich verhalten?

Diese Krise ist eine nie dagewesene Situation, ein „schwarzer Schwan“, nicht unbedingt im Sinne eines verheerenden Ereignisses, sondern im Sinne eines Vorfalls, der mit keinem bisherigen vergleichbar ist und für den es kaum hilfreiche Erfahrungswerte gibt. Dieses Virus wird offenkundig sehr leicht auch von Menschen übertragen, die nicht unbedingt Symptome aufweisen, was seine Eindämmung schwieriger macht als bei SARS oder MERS. Eine Schwierigkeit besteht natürlich in der nach wie vor relativ geringen Erforschung dieses Virus. Dennoch lässt die Beobachtung der erfassten Infektionsfälle – eine Pflichtübung für Epidemiologen – einige Rückschlüsse auf den Verlauf der Epidemie zu.



In China ging die Entwicklung von der Anfangsphase mit der für Epidemien typischen exponentiellen Ausbreitung sicherlich dank der drakonischen Maßnahmen der chinesischen Behörden rasch in die folgende Phase der Verlangsamung über. Dies begründete die Robustheit der Märkte bis Mitte Februar. Doch seitdem sind aufgrund der anfänglichen Durchlässigkeit der chinesischen Grenzen und der Inkubationszeiten andere Länder als China in die Phase exponentieller Ausbreitung eingetreten und trugen das Schreckgespenst der Epidemie ins Zentrum der westlichen Welt.

Die mit dieser Art von Risiko verbundene emotionale Belastung ist, wenn es näher kommt, offenkundig imstande, heftige Stressreaktionen in der öffentlichen Meinung auszulösen. Diese übt wiederum erheblichen Druck auf Regierungen und Unternehmen aus, damit außergewöhnliche Vorkehrungen getroffen werden, wie z. B. die Schließung öffentlicher Orte, Absage von Veranstaltungen und Reisen, Quarantäne usw. Sie sind zweifelsohne hilfreich, um die Ausbreitung einzudämmen, für die momentane Wirtschaftsaktivität jedoch verheerend. Das heißt, die Panik an den Börsen spiegelt die Sorge um die wirtschaftlichen Kosten des Covid-19 wider, die größtenteils durch die Gesundheitsvorkehrungen zur wirksamen Eindämmung der Epidemie bedingt sind.

Phasen der Panik sind das Spiegelbild von Phasen der Euphorie: Sie basieren auf Tatsachen, die dann über gruppenpsychologische Prozesse angesichts des Unbekannten in extreme Erwartungen gesteigert werden. Bevor wir uns den Folgen zuwenden, erscheint es durchaus zweckmäßig, die jüngste Entwicklung richtig einzuordnen.

Im Gegensatz zu 2008 stellt diese Krise keinen endogenen, sondern einen externen Schock dar und kann daher ungeachtet ihrer Wucht als vorübergehende Erscheinung angesehen werden

Ein wesentlicher Punkt ist, dass diese Gesundheitskrise einen externen Schock darstellt, wie z. B. die Anschläge vom 11. September 2001 oder die Katastrophe von Fukushima 2011. Sie ist kein endogener Schock, dessen Lösung naturgemäß äußerst langwierig und schwierig ist, wie z. B. bei der Kreditkrise von 2008, die eine Folge großer wirtschaftlicher Ungleichgewichte war. Sofern diese Gesundheitskrise nicht völlig außer Kontrolle gerät, kann sie aus unserer Sicht daher ungeachtet ihrer Wucht als vorübergehende Erscheinung angesehen werden, und es können bereits Überlegungen zur wirtschaftlichen Lage danach und zu den Folgen für die Märkte angestellt werden.

Die Gesundheitskrise kam in einem besonderen wirtschaftlichen und finanziellen Umfeld

Die großen Zentralbanken, allen voran die US-Notenbank, bieten den Märkten seit dem letzten Quartal 2019 erneut einen besonders explosiven, geldpolitischen Cocktail an. Dieser besteht nicht nur aus sehr niedrigen Zinssätzen, sondern auch aus einer neuerlichen, umfangreichen Geldschöpfung in Form von Anleihenkäufen an den Märkten im Tausch gegen Liquidität. Diese Dynamik hatte die Märkte über fünf Monate auf historische Höchststände getragen. Die Kehrseite dieser außergewöhnlichen Maßnahmen ist nun der Widerwille der Fed, ihre Anstrengungen noch massiver zu verstärken, da sie den Märkten, die über mehrere Tage absackten, kein Signal der Unterstützung senden will. Die Aussicht auf mehrere Absenkungen der Fed Funds Rates ist wieder aktuell, doch ihre Wirkung auf eine durch die Pandemieangst gelähmte Wirtschaftsaktivität darf nicht überbewertet werden. Daher fallen die Börsen von den erreichten Gipfeln in ein besonders tiefes Loch, bis Druck für neuerliche koordinierte geldpolitische Interventionen aufkommt.

Auf gesamtwirtschaftlicher Ebene deuteten die Frühindikatoren für den globalen Zyklus zu Jahresanfang auf eine Phase der Stabilisierung und sogar eine leichte Erholung hin, nachdem es in den beiden Vorjahren vor allem im verarbeitenden Gewerbe zu einer starken Abkühlung gekommen war. Vor allem Europa mit seiner eher zyklischen Wirtschaft und insbesondere seine am stärksten mit der Nachfrage aus Schwellenländern verbundenen Sektoren wären die Nutznießer gewesen. Die enge Verzahnung Europas mit China erweist sich daher nun als doppelter Nachteil: Es gibt eine unmittelbare wirtschaftliche Verlangsamung durch den Angebots- und Nachfrageschock bei einem wichtigen Handelspartner und ein sehr direktes Risiko durch die Ausbreitung des chinesischen Virus. Auch bei einer raschen Lösung des Gesundheitsproblems wird Europa mehr als die stärker abgeschottete US-Wirtschaft von der Dynamik abhängig sein, die China seiner Wirtschaft wieder zu verleihen vermag.

Wie groß ist das Potenzial einer Konjunkturerholung in China?

Es steht bereits fest, dass der Jahresanfang für die chinesische Wirtschaft durch eine sehr heftige Depression geprägt sein wird. Die tatsächlichen Zahlen werden, wenn überhaupt, erst später gemeldet. Aber es steht außer Zweifel, dass durch die Radikalität der Maßnahmen zur Eindämmung des Risikos die Wirtschaftsleistung im ersten Quartal geopfert wurde. Auch in den Dienstleistungssektoren kann ein großer Teil davon nicht aufgeholt werden. Insbesondere viele kleine Unternehmen, die über viele Wochen hinweg keine Umsätze erlösen, haben bereits mit erheblichen Liquiditätsproblemen zu kämpfen. Es wird zweifelsohne zu den Prioritäten der chinesischen Regierung gehören, diese Tausende von KMU finanziell stark zu unterstützen.

Aber eine auf ein umfangreiches Konjunkturpaket ausgerichtete finanzielle Unterstützung ist noch lange nicht in Sicht. Aufgrund starker äußerer Zwänge wie Währung und Leistungsbilanz, aber auch innerer Zwänge wie Verschuldung und Haushaltssaldo gerät die chinesische Regierung unter Druck. Wir befürchten daher in diesem Stadium, dass die Konjunkturmaßnahmen relativ enttäuschend sein werden und eine viel geringere Sogwirkung auf den weltweiten Konjunkturzyklus haben werden als die Anreize im Jahr 2003 nach der SARS-Epidemie. Nach mehreren Monaten einer lebhaften „technischen“ Erholung der Wirtschaft nach der Krise, sei es auch nur durch den Wiederaufbau der Lagerbestände und das Tätigen aufgeschobener Ausgaben, wird die Konjunkturerholung aus unserer Sicht eher U-förmig und nicht V-förmig verlaufen.

Die fortgesetzte Ausnahme USA

Wirtschaftlich und finanziell betrachtet, haben die USA einen doppelten Vorteil: Ihre Wirtschaft ist bisher relativ wenig mit China verzahnt, und die durch die Gesundheitskrise ausgelöste Risikoaversion sorgt für einen Kapitalfluss in US-Staatsanleihen, die nach wie vor einen unumgänglichen sicheren Hafen darstellen. Ihre zehnjährige Rendite, die sich umgekehrt zu ihrem Kurs entwickelt und die Ende letzten Jahres allmählich anzog, fiel am 29. Februar erneut auf ein Rekordtief von 1,15 Prozent. Dieser Zinsrückgang spiegelt sicherlich auch die Auffassung der Märkte wider, dass diese Gesundheitskrise zunächst einen Nachfrageschock auslöst und somit deflationär ist und erst dann durch einen Angebotsschock eine Gefahr für die Wirtschaft darstellt. Dieser Verfall der Renditen überträgt sich jedoch teilweise auf die Hypothekenzinsen und ermöglicht somit trotz der Einbußen an den Aktien- und Anleihenmärkten weiterhin relativ günstige finanzielle Bedingungen für die US-Verbraucher. An den Börsen dürfte dieser Vorteil zudem eine fortgesetzte Outperformance der großen US-Wachstumstitel bewirken, die seit zehn Jahren vorwiegend durch die Robustheit ihrer Geschäftsmodelle in einem Umfeld schwachen Wachstums und sehr niedriger Zinssätze begründet ist.

Welche Aussichten gibt es für die Märkte?

Theoretisch können sich die Finanzmärkte den Gesetzen der Schwerkraft unendlich lange entziehen: Für die Geldschöpfung durch die Zentralbanken, welche die Risikoprämie an den Aktienmärkten aufbläht, gibt es keine formelle Grenze. In der Praxis können die Folgen der Schwerelosigkeit jedoch nicht ignoriert werden. Die Rekordhaussa der Aktienmärkte 2019 trotz eines „weißen Jahres“, in dem das durchschnittliche Ergebniswachstum bei den börsennotierten Unternehmen nahe null lag, führte zu einer technischen Schwächung, die jederzeit einen Schub der Instabilität hätte auslösen können. Die Virus-Krise stellte einen casus belli von ungeahnter Wucht dar.

Wie zuvor bereits erwähnt, zögert die Fed, ihre Geldpolitik kurzfristig noch weiter zu lockern. Überdies würde die Gefahr eines nachhaltigen Angebotsschocks, der den Nachfrageschock überlagern würde, nicht nur geldpolitische, sondern auch haushaltspolitische Abhilfemaßnahmen erfordern. Die Instabilität der Märkte kann daher zunächst andauern, umso mehr, solange sich der Verlauf der Epidemie außerhalb Chinas noch beschleunigt und die größten Ängste auslöst. Danach dürfte aller Voraussicht nach eine Phase der Erleichterung folgen, wenn sich die gesundheitliche Lage allmählich wieder normalisiert. Die größte Herausforderung wird jedoch schon bald die Umsetzung wirkungsvoller geld- und haushaltspolitischer Maßnahmen sein, die den Schaden für Stimmung, Lieferketten und Investitionen beheben können.

Über die verstärkte Zuhilfenahme haushaltspolitischer Instrumente besteht in Europa noch lange keine Einigkeit und in China nur beschränkt. In den USA scheint sie jedoch keinem der Präsidentschaftsbewerber Angst zu machen. Daher dürfte in den USA verbunden mit neuerlicher geldpolitischer Stützung am ehesten mit Maßnahmen zu rechnen sein. Ein derartiges abzuwartendes Szenario, könnte möglicherweise zum Preis einer spürbaren Abschwächung des US-Dollar eintreten.

Es liegt in der Natur des Menschen, nach dem Sturm Schutz zu suchen und zu bedauern, zuvor nicht mehr getan zu haben. Aber wenn die Gesundheitskrise sich wie erwartet als vorübergehender Schock erweist, besteht eine geeignete Strategie aus unserer Sicht nun darin, ein moderates Exposure in Aktien beizubehalten: dieses sollte aktiv angepasst werden, um zumindest die Folgen der instabilen Märkte abzufedern, aber vor allem auch darin, Qualität und Robustheit des Gewinnwachstums der Wertpapiere im Portfolio in allen Szenarios sicherzustellen. Nicht nur in den USA, sondern auch in China findet sich eine Vielzahl derartiger Werte in den Sektoren Gesundheit, Biotechnologie, digitaler Konsum und Technologie allgemein, deren Bewertungen plötzlich besonders angemessen sind.

Im Anleihenbereich muss die modifizierte Duration moderat gehalten, aber angesichts der Schwäche der erzielten Renditen auch aktiv verwaltet werden. Bei den Unternehmensanleihen könnten Verzerrungen auftreten, die gewinnbringende Arbitrage-Chancen schaffen könnten. Überdies kann eine Position in Vermögenswerten mit Korrelation zum Goldpreis nun gerechtfertigt sein, um die Portfolios abzusichern, falls der innere Wert des Dollar sinkt.



Unsere strategische Präferenz für Wachstumstitel ist keineswegs eine allgemeine, leer abgedroschene Phrase

Im Anleihenbereich muss die modifizierte Duration moderat gehalten, aber angesichts der Schwäche der erzielten Renditen auch aktiv verwaltet werden. Bei den Unternehmensanleihen könnten Verzerrungen auftreten, die gewinnbringende Arbitrage-Chancen schaffen könnten. Überdies kann eine Position in Vermögenswerten mit Korrelation zum Goldpreis nun gerechtfertigt sein, um die Portfolios abzusichern, falls der innere Wert des Dollar sinkt.

Quelle: Carmignac, Bloomberg, 29.02.2020



Anlagestrategie

Aktien

Die Aktienmärkte wurden in den vergangenen Wochen heftig erschüttert, verfielen in Panik, und die Besorgnis um eine Epidemie in China schlug in Angst vor einer Pandemie um.

Die Schwankungen waren äußerst heftig und plötzlich. Der VIX-Index, der die Erwartungen der täglichen Entwicklungen an den Aktienmärkten in den kommenden Wochen ausdrückt, hat ungewöhnlich hohe Niveaus erreicht. Die Wucht der Marktbewegungen wurde durch die hohen Niveaus der Aktienindizes und eine relativ aggressive Marktpositionierung noch verstärkt.

In diesem äußerst volatilen Marktumfeld halten wir angesichts der sehr ungewissen Wachstumsaussichten und des unwägbaren Zeitpunkts einer möglichen Konjunkturerholung mehrere Aspekte für wichtig. Es geht darum, die Aktieninvestments auf Unternehmen zu konzentrieren, die die höchste Transparenz bieten, und angesichts des Drucks, den ein auch nur punktueller Einbruch der Wirtschaftstätigkeit auf die Liquidität einiger dieser Unternehmen ausüben könnte, jene zu meiden, die am höchsten verschuldet sind.

Zudem wird die Reaktion auf diesen exogenen Schock nach unserer Ansicht eher durch eine noch lockerere Geldpolitik als durch eine freigiebige Haushaltspolitik bestimmt. Sollte diese neue Phase kommen, dürfte sie auch die relative Wertentwicklung der sogenannten Aktien mit erkennbarem Wachstum stützen.

Deshalb erscheint uns der Aufbau eines robusten Portfolios aus soliden Unternehmen, die eine hohe Transparenz bei ihrem Wachstum über den gesamten Zyklus bieten, als die am besten geeignete Strategie, um das auch künftig herrschende instabile Marktumfeld zu bewältigen. Ergänzt werden muss dies durch eine aktive Verwaltung des Aktienexposures.

Zinsen

Als Spiegelbild der Gefahr, die dieser neue Coronavirus-Stamm für den Konjunkturzyklus darstellt, hat sich auch der Rückgang der Zinsen beschleunigt und verstärkt damit ein langjähriges Phänomen noch weiter. Denn selbst wenn die langfristigen Zinsen ihr historisches Tief erreicht haben, haben auch die Märkte die Maßnahmen der Zentralbanken größtenteils vorweggenommen und erwarten bereits mehrere Zinssenkungen in den kommenden Wochen. Diese Situation veranlasste uns zu einer taktischen Verwaltung unseres Exposures in Staatsanleihen der Kernländer, die bei den Anlegern als Fluchtwerte gelten. Hierzu erhöhten wir im Berichtszeitraum schrittweise die modifizierte Duration in deutschen und amerikanischen Schuldtiteln und werden dies fortsetzen, denn wie so oft waren die Zinsmärkte ihrer Zeit weit voraus. An den Märkten für Staatsanleihen der sogenannten Peripherieländer verringerten wir die Exposures mit dem Rückgang der Zinsen schrittweise.

An den Märkten für Unternehmensanleihen, die bis dahin relativ verschont geblieben waren, war eine allmähliche Verschlechterung der Kreditspreads zu beobachten. Vor diesem Hintergrund konzentrieren wir unsere Anlagen weiterhin auf bestimmte Emittenten und Emissionen und bleiben gegenüber dem Marktrisiko in seiner Gesamtheit generell vorsichtig. Dies gilt auch für die Märkte für Schwellenländeranleihen, wo der Anstieg der Risikoprämie seit Jahresanfang insgesamt durch den Rückgang der Renditen ausgeglichen wurde. Denn die Indizes für Staats- und Unternehmensanleihen der Schwellenländer weisen positive Wertentwicklungen auf und machen sie potenziell anfällig.

Währungen

Seit Jahresanfang wurde der Dollar durch den Kapitalzufluss ausländischer Anleger in US-Vermögenswerte gestützt. Denn die durch ihren Status als Fluchtwert und die wirtschaftliche Dynamik des Landes bedingte Attraktivität von US-Staatsanleihen hält den Aufwärtsdruck auf die Währung aufrecht.

Aus unserer Sicht könnte sich diese Dynamik in den kommenden Monaten fortsetzen. Einerseits sind die Renditen von US-Anleihen bereits stark gesunken und machen sie verhältnismäßig weniger attraktiv. Andererseits verfügt die US-Notenbank unter den Zentralbanken über das umfangreichste Arsenal für eine akkommodierende Geldpolitik. Dies könnte sie dazu veranlassen, stärker zu intervenieren als ihre Pendanten in Europa und Asien, womit sie auch den Dollar schwächen würde.

Dies ist eine Werbemitteilung. 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 Wertentwicklung in der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu. 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.