

Volatilität auf den globalen Märkten – Ein Kommentar von Dr. Michael Hasenstab

Zusammenfassung

Die aktuelle Marktvolatilität spiegelt ein europäisches Problem wider, kein globales

- Das Team behält sein negatives Engagement im Euro bei.
- Ein Dominoeffekt bei Staatsausfällen ist unwahrscheinlich.

Die Marktpanik in Bezug auf Asien ist nicht gerechtfertigt

- Die fundamentale Situation in Asien dürfte künftig zu unterschiedlichen Währungsentwicklungen führen.
- Die Spannungen in Korea sind zwar stärker geworden, doch nicht neu. Die derzeitige Schwäche des Won ist durch die süd-koreanischen Fundamentaldaten nicht gerechtfertigt.

Unsere Anleiheportfoliomanager bleiben einem langfristigen Ansatz treu und fühlen sich in den aufgebauten Positionen bestätigt. Aktuelle Marktschwäche wird als Chance genutzt.

- Selektive Anlageziele in Europa: Polen, Norwegen, Baltikum
- In Asien generell eher: Korea, Australien
- Und auch die USA (bessere Wachstumsaussichten)

An erster Stelle möchte ich verschiedene Auslöser für die Volatilität ansprechen und betonen, wie wichtig es ist, hinter die Panik zu blicken. Meines Erachtens haben wir es mit einem Sturm zu tun, wie er im Buche steht, und etliche Probleme spitzen sich zu. Vor allem in Europa haben die Märkte den strukturellen und fundamentalen Problemen Griechenlands Rechnung getragen, aber auch den beispiellosen Reformen, die durchgezogen werden müssen, um die Verschuldung wieder auf ein nachhaltiges Niveau zurückzuführen. Wie Sie wissen, haben wir diesen Markt aufgrund unserer fundamentalen Bedenken in Bezug auf die Tragbarkeit der griechischen Verschuldung gemieden. Außerdem war zu beobachten, wie immer mehr realisiert wurde, dass Europa eindeutig vor größeren Wachstumsproblemen steht als die übrige Welt, insbesondere im Vergleich zu den USA oder Asien. Unsere Erwartung, dass Europa im Verhältnis langsamer wächst, war auch ein Grund für unser negatives Engagement im Euro.

Der zweite Faktor, der sich herauskristallisiert hat, ist meines Erachtens die mangelnde politische Koordination in Europa. Europa hat natürlich eine Währungsunion, doch keine einheitliche Fiskalpolitik und auch keine Strukturen zum Umgang mit Haushaltsproblemen. Das ist im Zuge der Schuldenkrise in Griechenland sehr deutlich geworden. Die unterschiedlichen Reaktionen, der fehlende einheitliche Ansatz sowie die laufenden internen Debatten – vor allem in Deutschland – haben die Bedenken im Hinblick darauf zu Tage treten lassen, wie eine Währungsunion ohne fiskalpolitische Union funktionieren kann. Das war meiner Ansicht nach ein wesentlicher Faktor. Hinzu kommen die Effekte und die Wahrnehmung der enormen Schuldenberge, die durch die Krise entstanden sind.

All diese Aspekte trafen zusammen und konzentrierten sich auf Europa. Meiner Meinung nach sollten wir aber dringend versuchen, ein paar Fragen zu beantworten. Erstens: Handelt es sich dabei um europäisches oder ein globales Problem? Und ist innerhalb Europas mit einem Dominoeffekt auf einzelstaatlicher Ebene zu rechnen? Ich halte das Problem in erster Linie für ein europäisches. Das soll nicht heißen, dass die globalen Märkte davon unberührt bleiben. Sie wurden sicherlich bereits in Mitleidenschaft gezogen, doch längerfristig, über das nächste Jahr, wird wohl hauptsächlich Europa betroffen sein. Außerdem gilt: Selbst wenn die Schuldenstände in Europa erheblich sind und künftig für Widerstand sorgen werden, ist ein Übergreifen der Zahlungsunfähigkeit unwahrscheinlich. Das ist vor allem der Einrichtung von Liquiditätsfazilitäten zu verdanken. Diese sind aber nicht umsonst zu haben. Zu den verursachten Kosten gehört möglicherweise die Euroschwäche, doch wir müssen unbedingt begreifen, dass die Lage in Europa eine ganz andere ist als in den USA. Die beiden Regionen befinden sich an komplett unterschiedlichen Punkten des Konjunkturzyklus. Wir bestreiten nicht, dass die Probleme in Europa ernst sind und

den schwachen Euro und das Anwachsen der Spreads mancher europäischer Anleihen zum Teil rechtfertigen. Eine Situation, die die ganze Welt betrifft und dem entspricht, was die Märkte einpreisen, liegt unseres Erachtens jedoch nicht vor.

Und auch innerhalb Europas gibt es offen gestanden erhebliche Unterschiede. Ich habe gerade ein paar Wochen in Europa verbracht, in Zentraleuropa und im Baltikum. Dort dürften Länder wie Polen erwartungsgemäß an die 3% Wachstum verzeichnen. Polen hat eine Verschuldungsquote von unter 60%. Würde man diese nach der gleichen Methode berechnen, wie sie im europäischen Kernland verwendet wird, betrüge sie nicht einmal 40%. Es liegt also in Bezug auf Verschuldung und Wachstumsraten eine ganz andere Situation vor als anderswo in Europa. Die baltischen Staaten – Litauen und Lettland –, die 2008 im Mittelpunkt der Krise standen, haben bei der Reform ihres Staatshaushalts enorme Fortschritte gemacht, die öffentlichen Ausgaben unter Kontrolle gebracht und radikale Strukturreformen durchgeführt, die ihre Situation maßgeblich verbessern. Also gibt es selbst innerhalb Europas wesentliche Unterschiede. Infolgedessen erachten wir die aktuelle Situation als Gelegenheit zum Ausbau mancher unserer Positionen in anderen Teilen Europas, die zu Unrecht abgestraft wurden.

Ein gutes Beispiel dafür ist Norwegen. Die fundamentale Kreditsituation dieses Landes ist – wie bereits erwähnt – ausgezeichnet. Der gesamte norwegische Kapitalmarkt ist durch den staatlichen Ölfonds mehr als vierfach gedeckt. Für Investoren, die sich um Staatsverschuldung und Ausfallrisiken sorgen, ist es daher wenig sinnvoll, norwegische Anlagen abzustoßen, die aus einem Land mit enormen Ressourcen und niedrigen Schulden stammen. Solche Korrelationen dürften sich mit der Zeit auflösen. In der Panik regiert oft die Gleichmacherei, doch sie ist nicht von Dauer und am Ende wird wieder stärker differenziert.

Ein weiterer frappierender Faktor sind die Unterschiede zwischen den Entwicklungen in Europa und Asien. Um die Gründe für solche Abweichungen zu verstehen, müssen wir meines Erachtens die wesentlichen fundamentalen Unterschiede zwischen Europa und Asien durchschauen. Obwohl es auf den asiatischen Währungsmärkten im Zuge der Panik zu einem Sell-off kam, liegen fundamental ganz unterschiedliche Situationen vor, die künftig ganz andere Wechselkursentwicklungen auslösen dürften.

Hier möchte ich vier Faktoren nennen, an erster Stelle den Fremdkapitalanteil. Asien hatte bei Eintritt der Krise nicht auf Fremdkapital gesetzt, weder im staatlichen Sektor, in dem die Verschuldungsquoten reduziert wurden, noch im Unternehmenssektor, in dem die Unternehmen sehr wenig Fremdkapital einsetzten und ausgesprochen solide Bilanzen aufwiesen. Fremdfinanzierung war einfach kein Thema. Gleiches galt für den Einzelnen. Die Sparquoten in vielen asiatischen Ländern überschreiten bekanntlich 30%. Asien war demnach einfach nicht so hoch verschuldet, weshalb es auch nicht so belastet ist und keine damit verbundenen Probleme zu lösen hat.

Das führt direkt zum zweiten wesentlichen Unterschied, der die Staatshaushalte betrifft. Mit Blick auf die Staatsverschuldung ist Asien ohne Japan in einer sehr günstigen Situation, während zu den hoch verschuldeten Ländern vor allem die USA, Großbritannien und europäische Staaten zählen. Die fundamentalen Voraussetzungen sind also sehr unterschiedlich.

Hinzu kommt, dass in Europa in Bezug auf die Koordination ein Spannungsfeld zwischen Währungs- und Fiskalpolitik besteht. Die Fiskalpolitik ist nicht koordiniert. In Asien dagegen ist die Koordination in den einzelnen Ländern recht ausgeprägt. Nun ist dafür zu sorgen, dass die Länder ihren Vorsprung wahren und die Währungspolitik bei Bedarf verschärfen, und das könnte künftig schwierig werden. Doch so weit, so gut. Angezogen wurden die geldpolitischen Zügel bislang in Indien, in China, in Malaysia und in Australien – alles gute Zeichen dafür, dass die Länder vorausschauend agieren.

Ein weiterer Unterschied liegt in der ganz anders gearteten politischen Reaktion. Ich habe die Erhöhung der Zinsen erwähnt. Diese erfolgt in Asien auf der Grundlage weitaus stärkeren Wachstums bei de facto sinkenden Arbeitslosenquoten. In Südkorea etwa liegt die Arbeitslosigkeit unter 4%, in vielen europäischen Ländern erreicht sie zweistellige Werte. Auch in den USA ist die Arbeitslosenquote fast zweistellig. Fundamental liegen daher ganz unterschiedliche Bedingungen vor, die sich am Ende in Bewertungsunterschieden niederschlagen sollten. Das ist das große Thema, mit dem wir von dieser Krise profitieren wollen.

In Bezug auf die Verschärfung der Politik wirft China viele Fragen auf. Wir sehen darin eine ausgesprochen begrüßenswerte Präventivmaßnahme. Der Markt fasst solche Schritte Chinas dagegen häufig negativ auf. Unserer Ansicht nach kann China nichts Besseres tun, als vorzubeugen. In diesem und im nächsten Jahr dürfte China problemlos ein Wachstum von rund 10% erreichen – im hohen einstelligen oder niedrigen zweistelligen Bereich also – und sollte ein wesentlicher Treiber des globalen Wachstums und vor allem der Nachfrage in Asien sein.

Mit Blick auf Asien und Währungen wie den Australischen Dollar, der seit Einsetzen dieser Panik über 10% eingebüßt hat, müssen wir uns daher fragen, ob das nachvollziehbar ist und den Fundamentaldaten entspricht. Immerhin haben wir es mit einem Land zu tun, das über 3% Wachstum verzeichnet. Die Verschuldungsquote beträgt unter 25% – so wenig wie in kaum einem anderen Industrieland weltweit. Dennoch wurde die Währung schwer gebeutelt. Ein Grund dafür ist unserer Ansicht nach Panik und Proxy Hedging. Viele verkauften den Australischen Dollar zur Absicherung gegen die Risiken eng korrelierender anderer Anlagen, weil er liquide ist. Dasselbe konnten wir auch während der Krise 2008/2009 in Polen beobachten. Die polnische Währung war die liquideste in Osteuropa. Deshalb wurde der Polnische Zloty zur Absicherung von Positionen im Baltikum oder anderen osteuropäischen Ländern verkauft. Ähnliches geschieht in Australien und auch diesmal dürfte solches Verhalten zeitlich begrenzt sein und interessante Gelegenheiten oder Einstiegspunkte bieten.

In den Nachrichten wurde auch viel über Korea gesprochen. Dabei ist meines Erachtens zu berücksichtigen, dass die Spannungen in Korea zwar stärker werden, aber nicht neu sind. Die koreanische Halbinsel hat eine lange Geschichte der Konflikte zwischen Norden und Süden. Der wichtigste Faktor zur Verhinderung der Eskalation rhetorischer Attacken ist China. Und Chinas Einfluss ist groß. China übt erhebliche Kontrolle über Nordkorea aus, hat kein Interesse an einem Ausufern des Konflikts in militärische Aktionen und ist in früheren Krisen so weit gegangen, Nordkorea den Ölhahn zuzudrehen, um es wieder an den Verhandlungstisch zu zwingen. Meines Erachtens bestehen daher gute Aussichten, dass China die Lage entschärft. Und schließlich ist die unglaubliche Schwäche des Südkoreanischen Won fundamental nicht gerechtfertigt. Wie erwähnt, ist die Arbeitslosenquote zurückgegangen, die Wirtschaft wächst und profitiert vom chinesischen Wachstum.

Vor diesem Hintergrund wird kein Aufschwung linear verlaufen, und dieser schon gar nicht, soviel ist klar. Wir rechnen daher nicht mit linearem Wachstum. Phasen mit Rücksetzern wären nicht ungewöhnlich. Viele Marktereignisse sind nach unserer Bewertung Panik und Ansteckungseffekten geschuldet, nicht aber fundamentalen Problemen. Das gilt vor allem für Asien. Außerdem ist unbedingt zu berücksichtigen, dass auch in den USA mit knapp 3% Wachstum zu rechnen ist.

Dort erkennen wir eine gewisse Stabilisierung der Arbeitslosenquote bei ausgesprochen hoher Rentabilität der Unternehmen. Die Ängste der Menschen rühren daher zum großen Teil von den Sorgen der letzten ein, zwei Jahre her, als eine Krise zu einer Systemkrise führte. Wir dürfen darüber aber nicht vergessen, dass die Welt heute ganz anders aussieht als damals. Das Wachstum in den USA nimmt zu. In Asien sind die Wachstumsraten recht hoch. Die politischen Schritte zur Bekämpfung von Liquiditätskrisen – im Grunde also das Anwerfen der Notenpressen – wurden getan. Es wurden Vorkehrungen gegen jede Art von Finanzierungskrise getroffen und die OECD hat ihre globale Wachstumsprognose gerade um 80 Basispunkte nach oben korrigiert. 2010 und 2011 dürfte das globale Wachstum nach ihren Erwartungen in beiden Jahren knapp 3% betragen – jeweils 2,7% bzw. 2,8%. Wir dürfen uns daher keinesfalls kurzfristig auf die Situation in Griechenland konzentrieren, sondern müssen auch andere Teile der Welt einbeziehen und manche der dort gebotenen Chancen nutzen.

In Bezug auf die Auswirkungen der jüngsten Marktvolatilität auf die Strategie ist unser Ansatz, wie viele von Ihnen wissen, stets der eines langfristigen Investors. Nur Anleger mit einem ähnlich langfristigen Horizont würden wir daher wirklich dazu ermutigen, ihr Geld bei uns anzulegen. Was unseren Ausblick für die nächsten 12, 18 oder 24 Monate anbelangt, so gehen wir nach wie vor von einem hohen Maß an Differenzierung aus. Auf den Währungsmärkten dürfte Differenzierung das wichtigste Element sein. Dabei geht es mitunter nicht um das absolute, sondern um das relative Niveau. Diese relative Analyse bringt uns nach wie vor zu der Ansicht, dass die USA schneller wachsen werden als Europa und Asien ohne Japan schneller als Europa und die USA und dass dies den Boden bereiten wird für bestimmte Währungsentwicklungen.

Außerdem sind wir weiterhin der Ansicht, dass das globale Wachstum auf der Basis einer gewissen Stabilisierung in den USA und recht robuster Wachstumsraten in China knapp 3% erreichen wird. Ich würde daher sagen, dass wir unsere Strategie und unseren Ausblick nicht neu bewerten. Wir fühlen uns in den eingenommenen Positionen bestätigt und nutzen Schwäche, um diese auszubauen.

Wichtige Hinweise

Bitte beachten Sie, dass es sich bei diesem Dokument um werbliche Informationen allgemeiner Art und nicht um eine vollständige Darstellung bzw. Finanzanalyse eines bestimmten Marktes, eines Wirtschaftszweiges, eines Wertpapiers oder des/der jeweils aufgeführten Investmentfonds handelt. Franklin Templeton Investments veröffentlicht ausschließlich Produktinformationen zu Informationszwecken, wobei keine der hier enthaltenen Informationen als Rechts-, Steuer- oder Anlageberatung bzw. -empfehlung zu sehen ist. Etwaige steuerliche Aussagen sind allgemeiner Art und berücksichtigen nicht Ihre persönlichen Umstände. Zukünftige Änderungen der Steuergebung können zu negativen oder positiven Auswirkungen auf die zu erzielende Rendite führen.

