



VON DIDIER SAINT-GEORGES

Mitglied des Investmentkomitees

Anfang Januar versucht man üblicherweise vorherzusagen, was das neue Jahr wohl bringen wird. Die Erfahrung lehrt jedoch, dass diese Prognosen oftmals unkritische Spekulationen über die Finanzmärkte beinhalten. Erinnern wir uns an Januar 2014: wer hätte damals voraussehen können, dass die 10-jährigen US-Zinsen, die zu Jahresbeginn bei 3% lagen, 12 Monate später auf 2,2% fallen würden, dass die Fed ihre Anleihenkäufe einstellen und die US-Wirtschaft im dritten Quartal um 5% wachsen würde? Oder dass in diesem Umfeld der Ölpreis um 45% sinken und die wichtigsten Aktienmärkte drei Mal eine Korrektur in der Größenordnung von 10% erleben würden, um das Jahr letztendlich im Plus zu schließen? In einer Welt, in der weiterhin der Konflikt zwischen dem Deflationsdruck durch Schuldenabbau, den Eingriffen der Zentralbanken und

„Die Versuche, diese Stagnation zu überwinden, werden durch eine tiefgreifende Störung der klassischen Regeln des Marktes behindert.“

der Realität der Konjunkturzyklen tobt und für ein fortdauerndes Chaos an den Finanzmärkten sorgt, sollte man tunlichst nicht den Propheten spielen

wollen. Der Aufbau einer soliden Wertentwicklung für die langfristigen Spareinlagen unserer Kunden erfolgt seit fünfundzwanzig Jahren vor allem über unser Risikomanagement: die Auswahl der Risiken, die wir eingehen möchten (siehe unseren Note vom März „Industrielländer werden immer besser“), die Vermeidung unseres Erachtens übermäßige Risiken (siehe unseren Note vom Oktober „Was uns beschäftigt“) sowie die Fähigkeit, effizient auf Unvorhergesehenes zu reagieren und uns durch bloße Volatilität und Marktgerüchte nicht von unserer Ausrichtung auf große langfristige Tendenzen abbringen zu lassen (siehe unseren Note vom Dezember 2013 „Lobgesang auf die langfristige Perspektive“). Wir haben uns dies auch 2014 zur Aufgabe gemacht und werden 2015 im gleichen Sinne verfahren.

Der Rhythmus des globalen Wachstums wird anfällig bleiben.

Die mäßige Dynamik des weltweiten Wachstums, die vor allem auf die anhaltende Stagnation Europas, die Konjunkturabkühlung in China und die Enttäuschungen in Japan zurückzuführen ist, bildet den Kern des Problems der mangelnden Prognosesicherheit der Märkte. Ähnlich wie bei einem langsam fahrenden

Zweirad führt das schwache weltweite Wirtschaftswachstum zu einer instabilen Konjunkturentwicklung. Die Wirtschaft kann von jedem externen Impuls aus dem Gleichgewicht gebracht werden. Anfang 2014 war es zunächst der strenge

Vorsorgen ist besser als voraussagen



© Thinkstock

Winter in den USA, der dort die Erholung plötzlich ausbremste. Darauf folgten die Mehrwertsteuererhöhung in Japan, die das Land in die Rezession stürzte, und der Konflikt in der Ukraine, der drastische Auswirkungen auf das Geschäftsklima in Deutschland hatte. Könnte der unerwartete Verfall der Erdölpreise, der wie eine Steuerermäßigung für einkommensschwache Verbraucher wirkt, 2015 für günstigen Rückenwind sorgen, der die Weltwirtschaft vorantreibt und ihr neuen Schwung verleiht? Diese Hypothese erscheint uns noch zu gewagt. Sogar in den USA, wo der Wohlstandseffekt im Allgemeinen wesentlich unmittelbarer



zum Tragen kommt als in Europa, ergab eine Umfrage des Senders CNBC, dass nur 8% der Verbraucher beabsichtigten, in Anbetracht der Treibstoffersparnisse mehr zu konsumieren. Des Weiteren gingen die Auftragseingänge für Gebrauchsgüter wie auch die Verkaufszahlen bei neuen Häusern in den USA im November zurück. Wir beurteilen daher die Aussichten auf eine nennenswerte Beschleunigung des US-Wachstums in den nächsten Monaten nach wie vor skeptisch und gehen von weiterhin volatilen Märkten aus.

Das nachhaltige Handicap des Vertrauensverlustes

Die Versuche, diese in Europa besonders hartnäckige Stagnation zu überwinden, werden durch eine tiefgreifende Störung

„In den Schwellenländern, im Rohstoffsektor, im Technologiesektor und auf dem Devisenmarkt könnten sich neue Möglichkeiten ergeben.“

der klassischen Regeln des Marktes behindert. Normalerweise hätten derart niedrige Zinsen und für den Bankensektor günstige Refinanzierungsbedingungen schon längst zu einer Erholung der Kreditvergabe, des Konsums und der Investitionstätigkeit geführt. Die Entwicklung Japans in den letzten 25 Jahren lässt die Ursache erkennen, die den Übertragungsmechanismus für geldpolitische Anreize nach einer besonders schweren Kreditkrise blockiert: die hartnäckige Vorliebe aller Wirtschaftsakteure für Sicherheitsrücklagen (ängstliches Verhalten, das auf mangelndes Vertrauen oder Haushaltszwänge zurückzuführen ist – je nachdem, ob es sich um Verbraucher, insbesondere in Europa und Japan, Unternehmen oder Staaten handelt). Dieses Verhalten erklärt das bislang sehr geringe Interesse des Bankensektors an gezielten, besonders kostengünstigen Refinanzierungsangeboten der EZB

(„TLTRO“). Der große Sprung der EZB in die „quantitative Lockerung“ („Quantitative Easing“), der Beginn der Zinsanhebungen in den USA, die geldpolitische Lockerung in China oder auch die geopolitischen Unsicherheiten in Griechenland, Russland und anderswo könnten das globale Wachstum im Jahr 2015 aus dem Takt bringen – sowohl in die eine als auch in die andere Richtung. Es ist illusorisch, schon heute die Nettoauswirkungen dieser bedeutenden Ereignisse des Jahres 2015 auf das Wachstum beziffern zu wollen, deren Zeitpunkt und Umfang selbst den Beteiligten noch nicht bekannt sind. Unsere Aktienportfolios konzentrieren sich zu Beginn des neuen Jahres weiterhin vorwiegend auf die Sektoren und Themen mit der höchsten Prognosesicherheit ungeachtet der makroökonomischen Überraschungen, die das neue Jahr 2015 mit Sicherheit bereithält. Unsere Anleihenportfolios sind ebenfalls ausgewogen zusammengestellt, um bei einer leicht direktionalen Zinsposition eine größtmögliche Rendite zu erzielen (wir setzen dabei vor allem auf eine Abflachung der Zinskurve in den USA).

Das neue Gesicht des Währungskrieges

Die angekündigte Divergenz zwischen der US-Geldpolitik, die sich auf dem Wege der Normalisierung befindet, und der europäischen Geldpolitik, die eine quantitative Lockerung vorbereitet, legt den Schluss nahe, dass der Wechselkurs Euro/Dollar tendenziell sinken wird. Aber auch hier, wie anderswo, setzt sich eine nüchterne Sicht der Dinge durch. Die schwache Inflation, zu der natürlich auch der Verfall der Erdölpreise beiträgt, das geringe Lohnwachstum und der starke US-Dollar bewirken, dass sich Janet Yellen mit der Anhebung der Leitzinsen der Fed mehr Zeit lassen kann. Was die dringend erwartete, berühmte-berühmte „quantitative Lockerung“ in Europa anbelangt, wird die EZB ihrer Aufgabe, die Preisstabilität zu wahren, nicht gerecht, und es verbleibt als ihre letzte Zuflucht die Erweiterung ihrer Bilanz einschließlich des Ankaufs von Staatsanleihen in der Hoffnung, dass die unmittelbare Auswirkung vor allem die Abwertung des Euro sein wird (der bereits 13% gegenüber dem USD nachgegeben hat), und dadurch gleichzeitig nicht nur die Inflationserwartungen, sondern auch die Wettbewerbsfähigkeit der europäischen Produzenten verbessert

werden. Allerdings weiß noch niemand, in welchem Umfang dies stattfinden soll (bedeutet das Versprechen „whatever it takes“ tatsächlich, dass es kein Limit gibt?), noch in welcher Form (wäre der Ankauf von Staatsanleihen durch die nationalen Zentralbanken, um die Bedenken einiger EZB-Mitglieder zu zerstreuen, immer noch eine „quantitative Lockerung“?). Zudem erscheint Japan, das bereits zur gleichen Waffe gegriffen und sie soeben nachgeladen hat, ein äußerst ernstzunehmender Konkurrent bei dieser Übung. Die Volatilität der Märkte, die wir für 2015 erwarten, wird wahrscheinlich vor allem die Währungen betreffen.

Daher muss man 2015 wieder flexibel sein und sich als Risikomanager bewähren. Diese Managementphilosophie beinhaltet nicht nur den Schutz der Kundeneinlagen vor Korrekturen der Kernmärkte, sondern auch die Erschließung unterschätzter Performancequellen. Diese könnten 2015 in den Schwellenländern zu finden sein, die seit fünf Jahren stark unter Druck stehen. Das gilt insbesondere in China, wo sich durch die Öffnung des Marktes schnell neue und diversifizierte Gelegenheiten ergeben könnten. Außerdem kommen für uns neue Technologiesektoren, wie auch gewisse derzeit unbeachtete Segmente des Rohstoffsektors in Betracht. Hier beginnen sich jedoch die Möglichkeit bedeutender Angebotsverknappungen abzuzeichnen. Für den europäischen Anleger könnte ein richtig positioniertes globales Management ebenfalls eine bedeutende Performancequelle im Falle einer Abwertung des Euro darstellen.

Das Jahr 2015 könnte sehr komplex werden, doch das Fondmanagement von Carmignac freut sich dennoch darauf und wünscht Ihnen ebenso wie ich, ein aufregendes und erfolgreiches neues Jahr.

Letzte Überarbeitung
am 31. Dezember 2014



DEVISEN

Der Euro beschleunigte im Dezember seine Talfahrt gegenüber dem US-Dollar und näherte sich der Marke von 1,20. Es handelt sich eher um einen Anstieg des US-Dollars als um einen Rückgang des Euros, der im Monatsverlauf gegenüber dem Yen und dem britischen Pfund leicht zulegte. Die Entwicklung des Euros gegenüber dem US-Dollar ist ein wichtiger Faktor, um die globale relative Performance der Finanzanlagen beiderseits des Atlantiks im Jahr 2015 einzuschätzen. Vor diesem Hintergrund legen wir den Schwerpunkt unserer Währungsallokation weiterhin auf den US-Dollar: diese Position dient nämlich dem Ausgleich unserer Positionen in europäischen Anlagen, insbesondere auf Anleiheebene.



ANLEIHEN

Der Druck auf die griechischen Zinsen nach der Ankündigung vorgezogener Wahlen hat nicht auf die italienischen und spanischen Zinsen übergreifen. Diese näherten sich weiter den deutschen Zinsen an, was belegt, dass die Märkte von den Initiativen der letzten Jahre zur Stabilisierung der Eurozone und der Begrenzung der systemischen Risiken überzeugt sind. So sind die 10-jährigen italienischen Zinsen auf unter 2% zurückgegangen, während die spanischen Zinsen bei annähernd 1,6% liegen. Wir nehmen somit weiterhin in disziplinierter Weise Gewinne auf unsere Positionen in Staatsanleihen der europäischen Peripherieländer mit. Die US-Zinsen sind ihrerseits leicht gestiegen, wobei der Druck auf die 5-jährigen Zinsen wesentlich ausgeprägter war als im 10-jährigen Laufzeitensegment. Somit konnte unsere auf die Abflachung der US-Zinskurve ausgerichtete Strategie positiv zur Wertentwicklung beitragen. Die modifizierte Duration unserer Fonds ist im Monatsverlauf weiter leicht gestiegen.



AKTIEN

Die Volatilität der Aktienmärkte hat im Monatsverlauf stark zugenommen und erreichte im Dezember beim Eurostoxx50 ihren zweithöchsten Stand des Jahres nach ihrem Höhepunkt im Oktober. Diese neue Situation erfordert einen flexiblen Ansatz, der diese Volatilitätsspitzen durch ein aktives Management des Aktienexposures abfedert. Sie erfordert ebenso einen disziplinierten Ansatz bei der Titelauswahl, bei dem im Voraus attraktive Einstiegs- und Ausstiegspunkte festgelegt werden. Im Monatsverlauf entwickelten sich die Aktienmärkte uneinheitlich. Während der US-amerikanische S&P500-Index einen historischen Höchststand erreichte, gaben die europäischen wie auch die Schwellenländer nach. Unter Letzteren war Russland nach wie vor die stärkste Belastung, mit einem Rückgang von über 15% allein im Dezember. Vor diesem Hintergrund gehen wir weiterhin äußerst selektiv vor und bevorzugen Werte mit einem strukturellen Wachstumsprofil. Unser Aktienexposure blieb im Monatsverlauf unverändert, sodass wir mit einer ausgewogenen Allokation in das neue Jahr 2015 starten konnten.



ROHSTOFFE

Der Carmignac Portfolio Commodities schloss den Monat Dezember im Plus und beendete somit das Jahr mit einer soliden Performance und einem großen Vorsprung auf seinen Referenzindex. Im Erdölsektor halten wir weiterhin Ausschau nach Qualitätsunternehmen, deren Kurse nicht ihren Fundamentaldaten entsprechen, um uns im Jahr 2015 schrittweise und diszipliniert stärker zu positionieren.



DACHFONDS

Unsere Dachfonds verzeichneten über den Monat eine positive Performance. Wir beenden das Jahr mit einem nahezu maximalen Exposure. Wir bleiben 2015 wachsam und bereit, es jederzeit rasch zu senken.

FONDSPERFORMANCE

	NAV	2014	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre
Carmignac Investissement A EUR acc	1 113,17	10,39%	10,39%	37,37%	43,20%
<i>MSCI AC World NR (Eur)</i>	-	18,61%	18,61%	55,66%	72,08%
Carmignac Portfolio Grande Europe A EUR acc	173,38	10,32%	10,32%	41,20%	39,86%
<i>Stoxx 600 NR (Eur)</i>	-	7,20%	7,20%	48,09%	42,64%
Carmignac Euro-Entrepreneurs A EUR acc	263,08	10,25%	10,25%	61,38%	67,11%
<i>Stoxx 200 Small NR (Eur)</i>	-	4,93%	4,93%	59,75%	60,73%
Carmignac Emergents A EUR acc	749,96	5,76%	5,76%	16,39%	33,96%
<i>MSCI Emerging Markets NR (Eur)</i>	-	11,38%	11,38%	17,68%	20,46%
Carmignac Portfolio Emerging Discovery A EUR acc	1 216,30	13,12%	13,12%	28,18%	37,45%
<i>50% MSCI EM SmallCaps NR (Eur) + 50% MSCI EM MidCaps NR (Eur)</i>	-	12,98%	12,98%	25,23%	23,60%
Carmignac Portfolio Commodities A EUR acc	286,75	7,86%	7,86%	-10,88%	-0,16%
<i>Carmignac Commodities Index*</i>	-	-2,23%	-2,23%	-4,51%	0,95%
Carmignac Patrimoine A EUR acc	620,52	8,81%	8,81%	18,76%	26,03%
<i>50% MSCI AC World NR (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>	-	15,97%	15,97%	28,48%	50,79%
Carmignac Portfolio Emerging Patrimoine A EUR acc	102,06	5,26%	5,26%	4,04%	-
<i>50% MSCI EM NR (Eur) + 50% JP Morgan GBI EM Global diversified</i>	-	9,38%	9,38%	12,57%	-
Carmignac Euro-Patrimoine A EUR acc	311,58	2,52%	2,52%	12,58%	19,80%
<i>50% EuroStoxx 50 NR (Eur) + 50% Eonia kapitalisiert</i>	-	2,06%	2,06%	21,02%	8,25%
Carmignac Profil Réactif 100 A EUR acc	190,56	6,62%	6,62%	26,54%	32,97%
<i>MSCI AC World NR (Eur)</i>	-	18,61%	18,61%	55,66%	72,08%
Carmignac Profil Réactif 75 A EUR acc	210,87	6,49%	6,49%	20,99%	26,36%
<i>75% MSCI AC World NR (Eur) + 25% Citigroup WGBI (Eur)</i>	-	17,29%	17,29%	41,74%	61,57%
Carmignac Profil Réactif 50 A EUR acc	174,49	6,35%	6,35%	12,91%	18,87%
<i>50% MSCI AC World NR (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>	-	15,97%	15,97%	28,53%	50,79%
Carmignac Portfolio Global Bond A EUR acc	1 238,14	13,78%	13,78%	16,12%	34,03%
<i>JP Morgan Global Government Bond (Eur)</i>	-	14,63%	14,63%	4,47%	31,76%
Carmignac Sécurité A EUR acc	1 696,24	1,69%	1,69%	9,76%	13,66%
<i>Euro MTS 1-3 Jahre</i>	-	1,84%	1,84%	8,32%	9,57%
Carmignac Portfolio Capital Plus A EUR acc	1 163,84	1,98%	1,98%	10,46%	14,46%
<i>Eonia kapitalisiert</i>	-	0,10%	0,10%	0,43%	1,76%
Carmignac Court Terme A EUR acc	3 767,64	0,19%	0,19%	0,79%	2,16%
<i>Eonia kapitalisiert</i>	-	0,10%	0,10%	0,43%	1,76%

* 45% MSCI AC World Oil Gas & Consum NR (EUR), 5% MSCI AC World Energy Equ NR (EUR), 40% MSCI AC World Metals & Mining NR (EUR), 5% MSCI AC World Paper & Forest Prod NR (EUR), 5% MSCI ACWI Chemicals NR (EUR) seit dem 01/07/2013. Jährliche Anpassung seit dem 01/01/2012.

Quelle : Carmignac Gestion zum 31/12/2014.

Wertentwicklungen der Vergangenheit lassen keine Rückschlüsse auf zukünftige Wertverläufe zu. Die Kosten sind in den Wertentwicklungen enthalten. Dieses Dokument darf ohne vorherige Genehmigung der Verwaltungsgesellschaft weder ganz noch teilweise reproduziert, verbreitet oder weitergegeben werden. Es stellt weder ein Zeichnungsangebot noch eine Anlageberatung dar. In diesem Dokument enthaltene Informationen können unvollständig sein und ohne Vorankündigung geändert werden. Für bestimmte Personen oder Länder kann der Zugang zu den Fonds beschränkt sein. Sie dürfen insbesondere weder direkt noch indirekt einer „US-Person“ wie in der US-amerikanischen „S Regulation“ und/oder im FATCA definiert bzw. für Rechnung einer solchen US-Person angeboten oder verkauft werden.

Die Fonds sind mit einem Kapitalverlustrisiko verbunden. Die Risiken und Kosten sind in den Wesentlichen Anlegerinformationen (WAI) / im Kundeninformationsdokument (KID) beschrieben. Die Prospekte, WAI / KID und Jahresberichte der Fonds stehen auf der Website www.carmignac.de/www.carmignac.at zur Verfügung und sind auf Anforderung bei der Verwaltungsgesellschaft bzw. in Österreich bei der Ersten Bank der österreichischen Sparkassen AG OE 01980533/ Produktmanagement Wertpapiere, Petersplatz 7, 1010 Wien, erhältlich. Die Wesentlichen Anlegerinformationen / die Kundeninformationsdokumente sind dem Zeichner vor der Zeichnung auszuhändigen.