



VON **DIDIER SAINT-GEORGES**

Mitglied des Investmentkomitees

Aus der Not eine Tugend machen

Die Restrukturierung des zypriotischen Bankensektors wurde unabwendbar, nachdem die Staatsverbindlichkeiten Griechenlands, in denen Zyperns Institute stark engagiert waren, einbrachen. Dies bot der Europäischen Union eine hervorragende Gelegenheit, um der Akzeptanz des Moral Hazard einen Riegel vorzuschieben. Die Sanierungslösung – unter Einbezug der Privatgläubiger, ja sogar der Anleger des Banksektors in einem Mitgliedsland der Eurozone – trifft diese Akteure hart. Ist sie aber nicht doch gerechtfertigt, zumal diese Anleger mehrheitlich im Ausland ansässig sind, das Banksystem auf dem Modell eines Offshore-Zentrums basiert, das Land selbst so zahlungsunfähig ist wie seine Finanzinstitute und seine Wirtschaftsleistung nur gerade 0,1% des Bruttoinlandsprodukts Europas ausmacht? Die Märkte scheinen dieser Auffassung zu sein: Der Interbankenmarkt signalisiert bisher jedenfalls keine starke Zunahme der Spannungen in der Eurozone. Einen

„EINE DER WILLKOMMENSTEN FOLGEN DER SEIT LETZTEM SOMMER ANGESTREBTEN REDUKTION DES SYSTEMISCHEN RISIKOS IST INDESSEN SICHERLICH, DASS DIE KORRELATIONEN ZWISCHEN DEN EINZELNEN ANLAGEKLASSEN GEFALLEN SIND.“

Ansteckungseffekt gab es bisher nicht, und die Währungshüter der Europäischen Zentralbank (EZB) mussten kaum verbal eingreifen. Dennoch bestätigte das Beispiel Zypern einmal mehr, dass die Lösung von Krisen in der Eurozone höchst chaotisch gehandhabt wird. Dies stimmt alles andere als zuversichtlich, zumal die politisch verfahrenere Situation in Italien erneut Fragen zur bedingten Unterstützung durch die EZB aufwirft. Gleichzeitig rückt die sich akzentuierende Verlangsamung des Wirtschaftswachstums in Europa die Entschuldung der südlichen Länder der Währungsunion mit jedem Tag in weitere Ferne (siehe dazu unseren Monatsbrief „All you need is growth“ vom März 2013). Somit haben im ersten Quartal zahlreiche Ereignisse dazu beigetragen, den Druck auf Europa weiter zu verstärken. Dennoch räumen wir ein, dass die im vergangenen Sommer eingeführten Maßnahmen zur Reduktion des systemischen Risikos ihren ersten Test bisher erfolgreich bestanden haben. Dieser beruhigende Umstand lässt es umso angebrachter erscheinen, sich für die Entwicklung der Lage in den Vereinigten Staaten, in Japan oder in China zu interessieren, wo die Akteure ebenfalls oft unter dem Zwang der Tatsachen handeln.

Die hohe Abgabe, die auf nicht versicherten Einlagen von über 100.000 EUR in zypriotischen Banken erhoben wird, sowie diverse im Land eingeführte Kapitalkontrollen schaffen einen gefährlichen Präzedenzfall. Die Perspektiven einer technokratischen Übergangsregierung in Italien lassen zudem befürchten, dass die von Mario Monti lancierten Reformen auf Eis gelegt

werden. Diese Entwicklungen verdüstern den Horizont für die Eurozone zusätzlich. Dennoch rechtfertigen sie unseres Erachtens auf kurze Sicht keinen Anstieg der Risikoabneigung. Einerseits, weil ein derartiger Vertrauenseinbruch den in den großen Ländern Südeuropas vorgenommenen Anpassungen (beispielsweise liegt das Haushaltsdefizit Italiens nun trotz der Rezession unter 3%) nicht Rechnung tragen würde; andererseits, weil die Märkte wissen, dass Mario Draghi dem Bankensektor im Bedarfsfall genügend Liquidität zur Verfügung stellen würde, um Spannungen, wie sie im Frühling 2012 beobachtet wurden, im Keim zu ersticken. Dennoch erhöht die Zypernkrise unsere



© Petros3 / Wikimedia Commons

Skepsis hinsichtlich der Kapazität des europäischen Bankensektors zur beschleunigten Kreditvergabe an Unternehmen. Die europäischen Banken sind durch den Zwang zur Entschuldung, die Eigenkapitalvorschriften gemäß Basel III und die schwache Kreditnachfrage bereits stark eingeschränkt. Nun droht ihnen zusätzlich eine Schwächung ihrer Einlagenbasis,

könnten doch ihre Kunden nervös auf den Präzedenzfall Zypern reagieren und ihre Sparguthaben künftig auf ein Minimum beschränken. Wegen dieser neuen Bedrohung für die Bankenbranche ist kaum zu übersehen, dass sich die Perspektiven für eine Konjunkturerholung in der Eurozone im zweiten Halbjahr 2013 nochmals verschlechtert haben. Dies umso mehr, als Frankreich, die zweitgrößte Volkswirtschaft der Währungsunion, zurzeit in eine Rezession abzurutschen beginnt und es kein überzeugendes Gegenmittel zu geben scheint.

Mit Blick auf die Schwellenländer führte der politische Führungswechsel in China bei den Anlegern zu einiger Nervosität. Angesichts der vor weniger als einem Jahr verzeichneten Verlangsamung des Weltwirtschaftswachstums hatte dies eine dürftige Performance der chinesischen Aktienmärkte und der Schwellenmärkte im Allgemeinen zur Folge. Besteht Grund zur Sorge? Wir stellen fest, dass die fragwürdige Wirtschaftspolitik Indiens und Brasiliens (politischer Interventionismus in Brasilien und

„DIE ANGEKÜNDIGTEN MASSNAHMEN SIND JEDENFALLS RADIKAL GENUG, UM GLAUBWÜRDIG ZU SEIN. AUFGRUND DER HÖHE DER VERSCHULDUNG DER ÖFFENTLICHEN HAND JAPANS, DIE LÄNGERFRISTIG BEI FEHLENDEM WACHSTUM UND FEHLENDER INFLATION NICHT TRAGBAR IST, WAREN SIE ABER AUCH DRINGEND NÖTIG.“

Unfähigkeit zur erfolgreichen Umsetzung von Reformen in Indien) nicht unbedingt auf gute Anlagegelegenheiten schließen lässt. Und doch eröffnet beispielsweise der Infrastrukturbedarf beider Länder gut geführten Privatunternehmen eine Perspektive, ihre Geschäftsergebnisse spürbar zu verbessern, obwohl in Brasilien praktisch Stagflation herrscht und Indien eine schwache Zahlungsbilanz aufweist. Das makroökonomische Bild in China ist für den Anleger leichter fassbar. Was sagt

es uns? Im Prinzip, dass das Wirtschaftswachstum vorerst anhalten wird, während die chinesischen Entscheidungsträger die erforderlichen einschneidenden Reformen an die Hand nehmen. Die beiden auf mittlere Sicht obersten Prioritäten, welche auf eine „qualitative“ Verbesserung des Wirtschaftswachstums abzielen, wurden durch die neue Führung mit Nachdruck bestätigt und werden weiterverfolgt. Es handelt sich dabei erstens um eine Verbesserung der Produktivität der Investitionsausgaben, indem entsprechende Finanzierungsaktivitäten neu stärker auf den Privatsektor ausgerichtet werden. Es ist dieses Ziel, das dem Programm zur Deregulierung des Finanzsektors zugrunde liegt, obschon es den Bankensektor kurzfristig belasten wird. Zweitens geht es darum, die Haushaltseinkommen zu erhöhen und den Konsum anzukurbeln. Den Ausschlag gibt hier die fortgesetzte Verlagerung der Wirtschaft in städtische Zentren, welche eine Reform des „Hukou“-Systems (Wohnsitzkontrolle, welche die Mobilität von Arbeitskräften erschwert) erfordert. Gleichzeitig wird die kurzfristige Notwendigkeit, ein genügend hohes Wirtschaftswachstum aufrechtzuerhalten, respektiert, ohne den Inflationsdruck (insbesondere im Immobiliensektor) erneut anzufachen. Die richtige Dosierung ist in der Tat heikel. Unsere jüngsten Reisen nach China haben uns indes in der Erwartung bestärkt, dass die Wirtschaft in den kommenden Jahren mindestens mit 7% wachsen sollte, während die unerlässlichen qualitativen Anpassungen vorgenommen werden. In nächster Zukunft wäre eine fortgesetzte Konjunkturerholung in den Vereinigten Staaten für China selbstverständlich eine Quelle zusätzlichen Wirtschaftswachstums.

Wie von uns im Monatsbrief „Wie wird die Wirtschaftspolitik aussehen?“ vom Januar 2013 erwartet, setzte sich die Erholung des Investitionszyklus in den USA im ersten Quartal fort. Unterstützend wirkte ein Konsumentenvertrauen, das trotz der zu Jahresbeginn vorgenommenen Haushaltskürzungen robust blieb. Die von einer Erholung des Immobiliensektors getragene Widerstandskraft des Binnenkonsums, die Stabilisierung des Nachfragewachstums in den Schwellenländern (die Einzelhandelsumsätze in China steigen weiterhin um 12% jährlich) und der Aufschwung in Japan waren weitere positive Faktoren. Die Ende März veröffentlichten Konjunkturindikatoren signalisieren indes eine et- was weniger schwunghafte Aktivität. Man

wird deshalb im zweiten Quartal darauf achten müssen, dass sich die Erholung in den Vereinigten Staaten trotz der negativen Auswirkungen der Rezession in Europa nicht abschwächt.

Es ist selbstverständlich noch zu früh, um die Wirksamkeit des wirtschaftlichen und geldpolitischen Programms abzuschätzen, welches von Japans Ministerpräsident Shinzo Abe und dem Gouverneur der Bank of Japan, Haruhiko Kuroda, angekündigt wurde. Unsere Positionen mit Bezug zu diesem Thema, die wir Ende 2012 an den japanischen Aktienmärkten eingegangen sind und die vollumfänglich gegen eine Abwertung des Yen abgesichert wurden, haben sich bereits als höchst rentabel erwiesen. Die angekündigten Maßnahmen sind jedenfalls radikal genug, um glaubwürdig zu sein. Aufgrund der Höhe der Verschuldung der öffentlichen Hand Japans, die längerfristig bei fehlendem Wachstum und fehlender Inflation nicht tragbar ist, waren sie aber auch dringend nötig. Wir rechnen deshalb damit, dass die in Angriff genommenen Maßnahmen von der Regierung in Tokio auch künftig mit Entschiedenheit weiterverfolgt werden.

Damit präsentiert sich das weltwirtschaftliche Umfeld zu Beginn des Jahres 2013 äußerst uneinheitlich. Eine der willkommensten Folgen der seit letzten Sommer angestrebten Reduktion des systemischen Risikos ist indessen sicherlich, dass die Korrelationen zwischen den einzelnen Anlageklassen gefallen sind. Folglich können die individuellen Märkte die spezifische Wirtschaftsentwicklung in den einzelnen Regionen nun angemessen einpreisen. Die Korrelation zwischen den Märkten in den Industrie- und Schwellenländern belief sich 2012 auf 73%, ist aber mittlerweile auf nur noch 27% zurückgegangen. Die Korrelation zwischen den einzelnen Märkten der Industrieländer ging von 47% auf 28% zurück. Zwischen den individuellen Schwellenmärkten gab diese Kennzahl von 41% auf 19% nach. Diese Entwicklung ist von entscheidender Bedeutung. Sie befreit zwar nicht von einer taktischen Verwaltung unserer Fonds, in deren Rahmen wir stets sorgfältig auf die Entwicklung der Lage in Europa achten, sie rechtfertigt aber mehr denn je die Ambitionen eines diversifizierten und globalen Asset Managements.

Redaktionsschluss: 02/04/2013

ANLAGESTRATEGIE



DEVISEN

Die politische Sackgasse in Italien und die Krise in Zypern setzten dem Euro schwer zu: Er verlor gegenüber dem US-Dollar weiter an Boden und brach mit 1,2751 auf den tiefsten Stand seit dem vergangenen November ein. Allerdings war diese Reaktion auch einem allgemein ungünstigen Umfeld für den Euro zuzuschreiben: Für das erste Quartal wird für Europa mit einem um über 3 Prozentpunkte schwächeren Wirtschaftswachstum als in den USA gerechnet, und die langfristigen Zinsen liegen in den Vereinigten Staaten um 60 Basispunkte höher – historisch gesehen ein selten klarer Spread. Wir haben daher unser Exposure gegenüber dem US-Dollar im Carmignac Patrimoine und Carmignac Investissement auf 70% bzw. 77% erhöht. Derweil haben wir unsere vollumfängliche Absicherung von Yen-Positionen beibehalten. Wir warten die für Anfang April anberaumte erste Sitzung der Bank of Japan ab, in der die Währungshüter eine Ausweitung des Programms zum Kauf von Vermögenswerten ankündigen sollten. Dies würde wiederum den Abwärtsdruck auf den Yen erhöhen.



ANLEIHEN

Die spanischen Staatsanleihen vermochten der turbulenten Entwicklung der Staatsverbindlichkeiten Italiens zu widerstehen, wurden aber vom allgemein steigenden Misstrauen infolge des Zusammenbruchs der zypriotischen Banken erfasst. Die Anleihenportfolios von Carmignac Sécurité und Carmignac Patrimoine litten in dieser Phase steigender Risikoabneigung geringfügig unter der Zunahme der Kreditrisikoaufschläge von Staats- und Unternehmensanleihen, wogegen Carmignac Capital Plus vor dem Hintergrund einer volatilen Renditeentwicklung von diversen Performancetreibern zu profitieren vermochte. Wir rechnen trotzdem damit,

dass dieser Vorfall zu einer Verschärfung der Qualitätsunterschiede zwischen diesen Emittenten führen wird. Davon würden unsere Positionen profitieren, weil sie auf die qualitativ besten Emittenten konzentriert sind. Die Duration unserer Portfolios wurde auf einem moderaten Niveau belassen, zumal die US-amerikanischen und deutschen Staatspapiere bereits erhöhte Kursniveaus erreicht hatten. Ende März belief sich die Duration von Carmignac Patrimoine auf 3,19%, jene von Carmignac Global Bond auf 5,74% und jene von Carmignac Sécurité auf 2,06%.



AKTIEN

Mit einem Anstieg von 3,6% im Monatsverlauf erreichte der S&P 500 Index den höchsten Stand seit 2007 und unterstrich damit die unterschiedliche Entwicklung der Börsen in den USA und Europa. Titel aus Randstaaten Europas, gegenüber denen wir ein sehr geringes Exposure aufweisen, litten unter der Risikoabneigung und enttäuschenden Konjunkturdaten. Der japanische Aktienmarkt entwickelte sich mit einem Plus von 7,25% im Monatsverlauf sehr ansprechend. Dies darf als Zeichen eines zunehmenden Vertrauens der Anleger in die von Ministerpräsident Shinzo Abe angekündigte Reflationspolitik gewertet werden. Unsere globalen Fonds Carmignac Patrimoine und Carmignac Investissement bauten dementsprechend ihre Beteiligungen in den beiden Ländern mit der zurzeit günstigsten Dynamik aus: den Vereinigten Staaten und Japan.



ROHSTOFFE

Der Markt hofft weiterhin auf eine kräftige Erholung der Rohstoffnachfrage. Er ist damit aber möglicherweise etwas zu optimistisch, haben doch wichtige bremsende Faktoren weiterhin Bestand: die Beschaffenheit

des chinesischen Wachstums, ein nach wie vor dürftiges Weltwirtschaftswachstum und erhöhte Lagerbestände. Angesichts dieses schwierigen Umfelds richten unsere Fonds ihre Positionen seit mehreren Monaten neu auf jene Rohstoffe aus, die eine bessere Dynamik bieten. Wir denken dabei an den Energiesektor in den USA im Allgemeinen und nicht konventionelle Energien im Besonderen, Lager- und Transportgesellschaften sowie Chemie- und Raffinerieunternehmen, die zurzeit von niedrigen Kosten für Energierohstoffe profitieren. Unsere globalen Fonds Carmignac Patrimoine und Carmignac Investissement stießen in der Folge ihre Beteiligungen an Goldbergbauunternehmen ab, weil deren Opportunitätskosten zu hoch wurden. Carmignac Commodities legte im Monatsverlauf um 0,23% zu.



DACHFONDS

Unsere Dachfonds verzeichneten im Berichtszeitraum eine positive Wertentwicklung. Allerdings verhinderten eine etwas zu vorsichtige Positionierung am Monatsende sowie negative Beiträge unserer europäischen Portfolios eine Outperformance ihrer Referenzindizes. Per Monatsende beliefen sich die Aktienexposures von Carmignac Profil Réactif 100, 75 und 50 auf 36,9%, 25,8% und 17,9%. Das Exposure von Carmignac Investissement Latitude betrug 50,5%.

FONDSPERFORMANCE

	NAV	2013	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre
Carmignac Investissement A EUR acc <i>MSCI AC WORLD NR (EUR)</i>	931,18	5,52% 9,35%	7,75% 12,59%	15,76% 24,03%	34,26% 22,67%
Carmignac Grande Europe A EUR acc <i>Stoxx 600 NR (EUR)</i>	150,93	4,26% 5,70%	11,17% 12,26%	15,24% 12,16%	2,79% -3,38%
Carmignac Euro-Entrepreneurs A EUR acc <i>Stoxx Small 200 NR (EUR)</i>	209,73	4,94% 6,13%	15,51% 13,29%	29,31% 18,34%	11,01% 7,58%
Carmignac Emergents A EUR acc <i>MSCI Emerging Markets NR (EUR)</i>	768,41	1,68% 1,01%	5,69% 3,38%	28,38% 8,27%	32,77% 15,97%
Carmignac Emerging Discovery A EUR acc <i>50% MSCI EM Mid Cap NR (EUR) + 50% MSCI EM Small Cap NR (EUR)</i>	1 175,75	6,89% 4,09%	11,78% 7,55%	22,25% 9,53%	25,95% 28,48%
Carmignac Commodities A EUR acc <i>Index Carmignac Commodities*</i>	282,19	-2,93% 0,39%	-12,67% -2,60%	-12,14% -1,26%	-16,60% -2,10%
Carmignac Patrimoine A EUR acc <i>50% MSCI AC WORLD NR (EUR) + 50% Citigroup WGBI All Maturities (EUR)</i>	569,35	3,37% 4,59%	7,13% 7,61%	13,87% 21,72%	40,79% 40,56%
Carmignac Emerging Patrimoine A EUR acc <i>50% JPMorgan GBI-EM Global Diversified Composite Unhedged (EUR) + 50% MSCI EM NR (EUR)</i>	114,44	1,94% 1,78%	10,04% 7,42%	-	-
Carmignac Euro-Patrimoine A EUR acc <i>50% Euro Stoxx 50 NR (EUR) + 50% Eonia kapitalisiert</i>	306,55	2,15% -0,05%	4,21% 3,33%	16,33% -3,82%	15,52% -7,66%
Carmignac Market Neutral A EUR acc <i>Eonia kapitalisiert</i>	1 003,89	-3,09% 0,02%	-3,58% 0,16%	-4,38% 1,50%	-4,15% 5,34%
Carmignac Profil Reactif 100 A EUR acc <i>MSCI AC WORLD NR (EUR)</i>	183,65	6,28% 9,35%	14,36% 12,59%	21,55% 24,03%	12,06% 22,67%
Carmignac Profil Reactif 75 A EUR acc <i>75% MSCI AC WORLD NR (EUR) + 25% Citigroup WGBI All Maturities (EUR)</i>	205,53	5,39% 6,97%	12,06% 10,19%	18,30% 23,05%	17,13% 34,12%
Carmignac Profil Reactif 50 A EUR acc <i>50% MSCI AC WORLD NR (EUR) + 50% Citigroup WGBI All Maturities (EUR)</i>	172,20	3,67% 4,59%	7,81% 7,80%	14,21% 21,72%	18,20% 40,56%
Carmignac Global Bond A EUR acc <i>JP Morgan Global Government Bond Index</i>	1 157,62	1,41% -0,21%	10,44% 3,05%	23,05% 19,66%	16,09% 44,42%
Carmignac Securite A EUR acc <i>Euro MTS 1-3 years</i>	1 624,09	-0,14% 0,41%	2,86% 3,37%	7,61% 5,17%	22,57% 16,37%
Carmignac Capital Plus A EUR acc <i>Eonia kapitalisiert</i>	11 196,95	1,29% 0,02%	4,60% 0,16%	9,66% 1,50%	11,67% 5,34%
Carmignac Court Terme A EUR acc <i>Eonia kapitalisiert</i>	3 754,74	0,05% 0,02%	0,23% 0,16%	1,72% 1,50%	5,94% 5,34%

*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 AC World Food Products NR (EUR)

Quelle : Carmignac Gestion zum 31/03/2013.

Es wird darauf hingewiesen, dass die Wertentwicklung in der Vergangenheit kein zwingender Hinweis auf den künftigen Wertverlauf und über die Zeit nicht konstant ist. Dieses Dokument stellt weder eine Anlageberatung noch eine Finanzanalyse. Carmignac Gestion haftet weder für Entscheidungen, die auf Grundlage einer in diesem Dokument enthaltenen Information getroffenen wurden oder nicht. Bis zum 31/12/2012 wurden die Referenzindikatoren für Aktien ohne reinvestierende Dividenden berechnet. Seit dem 01/01/2013 werden diese inklusive reinvestierender Dividenden berechnet und ihre Performance wird gemäß des Verkettungsverfahrens dargestellt.