

Carmignac's Note

JULI 2013 // N° 64



VON DIDIER SAINT-GEORGES

Mitglied des Investmentkomitees

Die Ankündigung des Endes der lockeren Geldpolitik durch die amerikanische Federal Reserve Bank, und der Liquiditätsentzug durch die chinesische Zentralbank haben im Laufe der vergangenen Wochen eine grundlegend neue Perspektive für die Märkte geschaffen. Diese doppelte Wende stellte – auch für uns – eine Überraschung dar. Wie ist sie zu verstehen? Der Grund für diesen plötzlichen Sinneswandel ist nicht etwa die Stärke der amerikanischen und – weniger noch – der chinesischen Wirtschaft. Der amerikanischen Wirtschaft geht es besser, doch sie bleibt nach wie vor anfällig. In China ist eine Konjunkturverlangsamung festzustellen. Die Erklärung für den plötzlichen Sinneswandel ist daher anderswo zu suchen: wahrscheinlich eher in der bewussten Entscheidung, die Anleihenmärkte zu stabilisieren, bevor ein Konjunkturauftschwung diese Aufgabe zusätzlich erschwert. Die Fed bereitet die Anleger lieber bereits jetzt auf einen schrittweisen Liquiditätsentzug vor, anstatt das Risiko einzugehen, dass ein späterer Konjunkturaufschwung sie zu einem überstürzten Rückzug zwingt. In diesem Sinne scheint sich auch die chinesische Zentralbank zu

einer Korrektur der übermäßigen Kreditvergabe im Land entschlossen zu haben, bevor die Beseitigung der geschaffenen Ungleichgewichte bei einer ruhigeren Lage noch schwieriger wird. Ein Erfolg dieser Normalisierungsprojekte wird die Märkte früher oder später stabilisieren, die sich zunehmend auf ihre Fundamentaldaten und nicht mehr ausschließlich auf die künstliche Unterstützung durch die Zentralbanken stützen werden. Es scheint uns jedoch sinnvoll, in Bezug auf die Ausführungsrisiken und die steigende Volatilität, die dieser „Klimawandel“ einläutet, mit Umsicht vorzugehen.

IN DER HAUT VON BEN BERNANKE

Noch im März lobte Ben Bernanke öffentlich die Verdienste des „Quantitative Easing“ und sprach Japan seine Anerkennung für die Entscheidung aus, diesem Beispiel zu folgen. Dabei bekräftigte er seine Überzeugung, dass die Weltwirtschaft infolge der 2008 ausgelösten weltweiten Krise weiterhin sehr ernsthaften Deflationsrisiken ausgesetzt ist. Wie ist daher sein im Mai erfolgter Sinneswandel zu bewerten? Gewiss, die amerikanische Wirtschaft zeigt einige Anzeichen einer Erholung. Doch vor allem ist darin ein Zeichen zu sehen, dass Ben Bernanke weniger als sieben Monate vor dem Ende seiner zweiten und letzten Amtszeit nicht mehr warten und seinem

Nachfolger die Initiative überlassen kann, mit den unvermeidbaren Maßnahmen zur Normalisierung der Bilanz der Fed zu beginnen. Die Bilanzsumme der Fed ist durch den massiven Anstieg der dort gehaltenen Reserven der amerikanischen



„DIE FED MUSS DIE ANLEGER BEREITS JETZT AUF EINEN SCHRITTWEISEN LIQUIDITÄTSENTZUG VORBEREITEN.“

turaufschwung diese Aufgabe zusätzlich erschwert. Die Fed bereitet die Anleger lieber bereits jetzt auf einen schrittweisen Liquiditätsentzug vor, anstatt das Risiko einzugehen, dass ein späterer Konjunkturaufschwung sie zu einem überstürzten Rückzug zwingt. In diesem Sinne scheint sich auch die chinesische Zentralbank zu

Banken aufgebläht und seit 2008 um das Fünffache gestiegen. Dieser historische Anstieg war in keiner Weise inflationär, weil das Bankensystem die ihm zur Verfügung gestellten Liquiditätsströme nicht in Form von Krediten an die Wirtschaft weitergegeben hat (die „Umlaufgeschwindigkeit“ des Geldes blieb sehr gering). Doch dies dürfte sich schnell ändern, wenn diese Umlaufgeschwindigkeit sich unter dem Einfluss des Bankensektors beschleunigt, wenn sich dessen Finanzlage verbessert. Ben Bernanke hat infolgedessen die Entscheidung getroffen, bereits jetzt den Beginn der Normalisierung zu riskieren, anstatt zu warten, bis sich für seinen

Nachfolger unter dem Druck einer bestätigten Konjunkturerholung das weitaus schwerwiegendere Risiko eines sprunghaften Wiederanstiegs der Inflationserwartungen konkretisiert. Diese Strategie bevorzugt die Aussicht auf einen erneuten Anstieg der zehnjährigen Zinsen für Staatsanleihen auf 3% in der Hoffnung, dass sich diese Entscheidung mit einer Fortsetzung der schrittweisen Konjunkturerholung in den Vereinigten Staaten vereinbaren lassen wird. Der Fed steht

„IN DEN SCHWELLENLÄNDERN VERBERGEN SICH MITTELFRISTIG WEITERHIN ZAHLREICHE ANLAGECHANCEN, VORAUSGESETZT, DASS IN BEZUG AUF DREI ASPEKTE MIT UMSICHT VORGEGANGEN WIRD.“

wahrscheinlich keine andere sinnvolle Option zur Verfügung. Wir müssen uns jedoch bewusst sein, dass zwischen einem vorzeitigen Wiederanstieg der Zinsen, der die Erholung der amerikanischen Wirtschaft beeinträchtigen und der zaghaften Stabilisierung in Europa ein Ende bereiten würde, und einer verspäteten Normalisierung, die zu einem sprunghaften Wiederanstieg der Zinsen führen würde ein schmäler Grat besteht. Diese beiden Klippen bieten keinen Raum für eine günstige Entwicklung der Anleihenmärkte. Dafür bleiben aber die Aktienmärkte möglicherweise widerstandsfähiger, wenn die geldpolitische Steuerung fehlerfrei erfolgt.

EINE DOPPELBELASTUNG FÜR DIE SCHWELLENLÄNDER

Aufgrund der Initiative der Fed dürfen sich die für Investitionen in die Schwellenländer verfügbaren Liquiditäten verknappen. Die darauf folgende Ankündigung der chinesischen Zentralbank hat einen weiteren Schatten über diese Länder geworfen. Infolgedessen haben sowohl Anleihen als auch Aktien aus Schwellenländern in den vergangenen Wochen eine deutliche Korrektur erfahren. Doch auch hier ist es entscheidend, die Lage mit ausreichend Abstand zu beurteilen. Die Initiative der chinesischen

Behörden ist insofern sinnvoll, als dass sie die Konsolidierung des langfristigen Wachstumsmodells für China gegenüber einer lockeren Kreditpolitik auf kurze Sicht bevorzugt, welche zu Spekulationsblasen und Fehlallokationen des Kapitals führen könnte. Wie in den Vereinigten Staaten, ist die Wiederherstellung eines funktionsfähigen Finanzsystems nur schwierig umzusetzen, ohne dass die Anleger zunächst die Kosten dafür tragen. Die chinesischen Spitzenpolitiker scheinen entschlossen, als Preis für die notwendige Beschränkung des Kreditwachstums, kurzfristig ein schwächeres Wachstum zu akzeptieren, wie es auch Zhu Rongji in den neunziger Jahren getan hat. Dennoch dürfen die Erfolgsschancen dieser Politik nicht vernachlässigt werden. Die chinesischen Behörden kontrollieren ihre Kapitalmärkte und legen Wert darauf, ein ausreichendes Wachstumsniveau aufrecht zu erhalten, um das wesentliche Gleichgewicht ihrer Wirtschaft und sozialen Frieden zu gewährleisten. In den Schwellenländern verbergen sich infolgedessen mittelfristig weiterhin zahlreiche Anlagechancen, vorausgesetzt, dass in Bezug auf die folgenden drei Aspekte mit Umsicht vorgegangen wird: 1) Anleihenpositionen, die weiterhin von der weltweiten Konjunkturverlangsamung und der nachlassenden Inflation profitieren werden, müssen sich auf kurzfristige hochwertige Emissionen konzentrieren. 2) Währungen der Länder mit einem weitgehenden Leistungsbilanzdefizit sind anfällig und daher zu vermeiden. 3) Aktienportfolios müssen sich weiterhin auf hochwertige Unternehmen mit hohem Cashflow konzentrieren.

DER ANLAGEHORIZONT DARB AUFGRUND DER STEIGENDEN VOLATILITÄT NICHT KÜRZER WERDEN. IM GEGENTEIL.

Die Anleihenmärkte steigen seit mehr als 20 Jahren ununterbrochen. Sie werden tendenziell die unbequeme Wahrheit verinnerlichen müssen, dass sich mit der Verringerung der massiven Unterstützung der Zentralbanken nunmehr ein neuer Horizont abzeichnet. Den Meteorologen ist dieses Phänomen gut bekannt: Bedeutende Klimaveränderungen geschehen nicht linear und die steigende Volatilität wird ganz sicher nicht das erste Symptom sein. Die Aktienmärkte sind ebenfalls von dieser Instabilität betroffen. Wir müssen dies nutzen, um unter guten Bedingungen, verstärkt Titel mit ausgezeichneten, langfristigen Wachstumsausichten in unsere Portfolios aufzunehmen.

In diesem Zusammenhang sind die europäischen und amerikanischen Unternehmen, die uns jeden Tag bestätigen, dass sie mit Blick auf die Zukunft weiterhin in die Schwellenländer investieren, auf dem richtigen Weg. Weitere vielversprechende Anlagestrategien bieten die japanische Dynamik, die durch die derzeitige Wirtschaftspolitik gegen das Risiko einer weltweiten Liquiditätsverknappung immunisiert wird sowie der starke Dollar, die logische Folge der Konjunkturerholung in den Vereinigten Staaten. Selbst in Europa ist es derzeit möglich, Unternehmen mit attraktiven Bewertungsniveaus zu finden, die sich ausgezeichnet entwickeln und wenig anfällig gegenüber den Unsicherheiten der Eurozone sind. Unser Fondsmanagement spiegelt diese Analyse wieder (mehr dazu im Teil „Anlagestrategie“ dieser Ausgabe von Carmignac's Note) und deckt das Zinsrisiko in den Portfolios weitgehend ab. Wir konzentrieren uns bei unserer Titelauswahl in den Bereichen Aktien und Anleihen daher auf die Titel und Regionen mit den solidesten Fundamentalsdaten und reservieren einen erheblichen Anteil für Dollar-Anlagen. Dieser Allwetteransatz bietet unserer Ansicht nach derzeit die besten risikobereinigten Performanceaussichten.

Redaktionsschluss: 01/07/2013

ANLAGESTRATEGIE



DEVISEN

Unsere Strategie, unsere Portfolios für den Fall einer Rückkehr der Risikoaversion mit einem deutlichen Exposure im US-Dollar abzusichern, unterlag im Juni beträchtlichen Schwankungen. Im Gegensatz zu den historischen Korrelationen legte der US-Dollar Anfang des Monats in der Anfangsphase der Marktkorrektur nicht zu. Diese anormale Entwicklung hat uns Anfang des Monats belastet. Seit der letzten Sitzung des geldpolitischen Ausschusses der amerikanischen Zentralbank am 19. Juni konnte der Dollar wieder an seine historische Entwicklung anknüpfen und seine gesamten Verluste des Monats gegenüber dem Euro wieder aufholen. Diese Erholung ist unserer Auffassung nach durch die besseren Konjunkturaussichten der Vereinigten Staaten im Vergleich zu Europa gerechtfertigt und bestätigt, dass wir mit unserem anhaltend hohen Exposure im US-Dollar auf dem richtigen Weg sind. Das Exposure lag Ende Juni für Carmignac Patrimoine bei 67% und für Carmignac Investissement bei 78%.

ANLEIHEN

Die im Mai eingeleitete Verringerung der modifizierten Duration der Anleihenportfolios unserer Fonds haben wir im Juni in verstärktem Maße fortgesetzt. Zum Ende des Monats Juni weisen mehrere unserer Fonds nunmehr eine negative modifizierte Duration auf: Für Carmignac Patrimoine liegt sie bei -2,2, für Carmignac Global Bond bei -1,5, für Carmignac Sécurité bei -0,3, für Carmignac Emerging Patrimoine bei 3,1 und für Carmignac Capital Plus bei -0,9. In der Geldpolitik der Fed hat nun die Normalisierungsphase eingesetzt und die Richtung ist klar, selbst wenn im Hinblick auf den Rhythmus weiterhin Unsicherheit besteht. Wir tragen der neuen Ausgangslage durch die Bevorzugung

von Arbitragestrategien Rechnung. So halten wir an unserem Exposure in Segmenten mit attraktiven Renditen und soliden Fundamentaldaten fest, wie etwa Unternehmensanleihen von Emittenten mit soliden Bilanzen. Zugleich sichern wir uns durch Short-Positionen auf Staatsanleihen von Zufluchtländern (Vereinigte Staaten und Deutschland) gegen das Zinsrisiko ab.



AKTIEN

Obgleich die amerikanische Zentralbank ihren Richtungswechsel mit solideren makroökonomischen Aussichten begründet hat, die eigentlich von den Aktienmärkten positiv gewertet werden müssten, haben die Märkte vor allem negativ auf die Aussicht eines Liquiditätsentzugs reagiert. Die am meisten von den Liquiditätsströmen abhängigen Märkte, wie die Schwellenländer, wurden von diesem Rückgang am stärksten in Mitleidenschaft gezogen. In diesem Zusammenhang ist der japanische Aktienmarkt im Juni quasi stabil geblieben. Er profitierte von einer autonomen Dynamik, wobei die japanische Zentralbank gerade ihr eigenes Programm der quantitativen Lockerung einleitet. Unsere stärksten Anlageüberzeugungen richten sich weiterhin auf diese Thematik der japanischen Reflation. Im Rest der Welt bleiben wir zudem in Wachstumsbereiche investiert, die die größte Transparenz aufweisen: alternative Energiequellen und Immobilien in den Vereinigten Staaten, Konsumgüter in mehreren Schwellenländern. Im Wesentlichen haben wir unsere Positionen in den Unternehmen gestärkt, deren Exposure in den Schwellenländern Bestandteil einer umfassenden geografischen Diversifikation ist und deren Bilanzen solide sind (AIA Group, SAB Miller, Richemont). Im Gegenzug haben wir die Gewichtung anfälliger lokaler Titel reduziert. Schließlich haben wir uns in den Phasen, in denen der Stress der Märkte am stärksten ausgeprägt war, taktischer Absicherungspositionen bedient. Als sich die Volatilität

Ende Juni nach und nach stabilisierte, haben wir unser Aktienexposure in Carmignac Investissement und Carmignac Patrimoine mit 98% bzw. 42% bis kurz unter die jeweilige Obergrenze erhöht.



ROHSTOFFE

Im Juni hat Carmignac Commodities weiterhin in hohem Maße von seiner Anfang des Jahres begonnenen Neupositionierung profitiert und seinen Referenzindex deutlich übertrffen. Wir haben unser Exposure gegenüber dem Thema der alternativen Energiequellen in den Vereinigten Staaten selektiv erhöht. So haben wir im Juni die Unternehmen Questar (Transport und Distribution von Gas) und Bristow (Personaltransporte für die Erdölbranche per Helikopter) in unser Portfolio aufgenommen. Das Thema Energie macht nunmehr einen Anteil von fast 60% an der Allokation des Fonds aus (gegenüber nur 46% Ende 2012).



DACHFONDS

Wir haben unsere Allokation im Laufe des Monats nur wenig verändert. Unser Exposure hingegen haben wir deutlich reduziert. Dieser Schritt erfolgte jedoch zu spät, um die Kursrückgänge der Märkte ausreichend abzufedern. Ende des Monats haben wir unser Aktienexposure angesichts der Stabilisierung der Märkte erneut erhöht. Es liegt nunmehr für Carmignac Profil Réactif 100, 75 und 50 bei 73%, 54% bzw. 38% sowie für Carmignac Investissement Latitude bei 89%.

FONDS PERFORMANCE

	NAV	2013	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre
Carmignac Investissement A EUR acc MSCI AC WORLD NR (EUR)	909,92	3,11%	9,90%	9,47%	26,53%
		7,56%	12,71%	26,58%	22,88%
Carmignac Grande Europe A EUR acc Stoxx 600 NR (EUR)	140,72	-2,80%	4,52%	10,07%	-6,22%
		4,08%	15,90%	19,64%	0,59%
Carmignac Euro-Entrepreneurs A EUR acc Stoxx Small 200 NR (EUR)	199,21	-0,32%	11,95%	28,15%	-1,08%
		4,07%	17,74%	25,74%	16,00%
Carmignac Emergents A EUR acc MSCI Emerging Markets NR (EUR)	685,32	-9,31%	-1,47%	10,46%	21,71%
		-8,28%	-0,61%	-2,05%	6,39%
Carmignac Emerging Discovery A EUR acc 50% MSCI EM Mid Cap NR (EUR) + 50% MSCI EM Small Cap NR (EUR)	1 095,22	-0,43%	7,17%	10,00%	19,65%
		-4,98%	3,17%	-2,42%	27,79%
Carmignac Commodities A EUR acc Index Carmignac Commodities*	252,34	-13,20%	-10,27%	-13,95%	-36,37%
		-10,59%	-6,61%	-5,44%	-23,20%
Carmignac Patrimoine A EUR acc 50% MSCI AC WORLD NR (EUR) + 50% Citigroup WGBI All Maturities (EUR)	546,27	-0,82%	0,68%	3,20%	33,62%
		1,62%	2,61%	14,33%	40,57%
Carmignac Emerging Patrimoine A EUR acc 50% JPMorgan GBI-EM Global Diversified Composite Unhedged (EUR) + 50% MSCI EM NR (EUR)	100,38	-10,58%	-6,01%	-	-
		-7,05%	-0,86%	-	-
Carmignac Euro-Patrimoine A EUR acc 50% Euro Stoxx 50 NR (EUR) + 50% Eonia kapitalisiert	296,10	-1,34%	0,54%	15,46%	8,46%
		0,55%	8,71%	2,95%	-4,39%
Carmignac Market Neutral A EUR acc Eonia kapitalisiert	964,39	-6,90%	-4,60%	-9,37%	-10,83%
		0,04%	0,09%	1,43%	4,30%
Carmignac Profil Reactif 100 A EUR acc MSCI AC WORLD NR (EUR)	172,94	0,08%	5,16%	15,05%	2,49%
		7,56%	12,71%	26,58%	22,88%
Carmignac Profil Reactif 75 A EUR acc 75% MSCI AC WORLD NR (EUR) + 25% Citigroup WGBI All Maturities (EUR)	194,87	-0,07%	3,24%	12,08%	9,05%
		4,59%	7,73%	20,46%	34,30%
Carmignac Profil Reactif 50 A EUR acc 50% MSCI AC WORLD NR (EUR) + 50% Citigroup WGBI All Maturities (EUR)	163,94	-1,30%	-0,30%	7,56%	11,70%
		1,62%	2,82%	14,33%	40,57%
Carmignac Global Bond A EUR acc JP Morgan Global Government Bond Index	1 103,30	-3,35%	-3,93%	9,25%	17,00%
		-4,46%	-7,21%	2,22%	43,79%
Carmignac Securite A EUR acc Euro MTS 1-3 years	1 631,87	0,34%	2,87%	7,78%	24,51%
		0,55%	3,61%	5,32%	17,66%
Carmignac Capital Plus A EUR acc Eonia kapitalisiert	1 122,91	1,58%	4,23%	9,43%	10,67%
		0,04%	0,09%	1,43%	4,30%
Carmignac Court Terme A EUR acc Eonia kapitalisiert	3 756,36	0,09%	0,16%	1,70%	4,92%
		0,04%	0,09%	1,43%	4,30%

*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 28/06/2013.

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 getroffen 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.