

Carmignac views

// LEITARTIKEL

Kriegserklärung an das systemische Risiko

Der sich aus der Kreditkrise in den Industrieländern ergebende Deflationsdruck belastet die globale Konjunktur unablässig. Das Wachstum in den Schwellenländern schwächt sich ebenfalls ab, die Erholung in den USA verläuft zaghaft, und die europäischen Länder vermögen sich nicht mehr alleine aus dem Teufelskreis aus Defiziten, Austerität und Rezession zu befreien. Die internationalen Kreditgeber sind derart besorgt, dass sie ihre – reichlich vorhandenen – liquiden Mittel lieber in Anlagen ohne (oder bisweilen mit negativer) Rendite investieren, statt das Risiko einzugehen, europäischen Randstaaten zu vernünftigen Zinsen Kapital zur Verfügung zu stellen. Damit haben die Länder Südeuropas ihren Zugang zu den Kapitalmärkten effektiv verloren, was sie vor existenzielle Probleme stellt. Die Europäische Zentralbank (EZB) wird deshalb nicht darum herumkommen, diese „Katastrophenwirtschaft“ einzudämmen und das Vertrauen der Märkte in das Weiterbestehen der Eurozone wiederherzustellen. EZB-Präsident Mario Draghi hat dies verstanden und massive Unterstützung für die Staatsanleihe­märkte Europas angekündigt. Der Angriffsplan ist zwar noch vage und mit Fallstricken durchsetzt, dieses Mal wurde dem systemischen Risiko aber der Krieg erklärt.

Die erfreuliche Entwicklung der Europäischen Aktienmärkte im August zeugt von einer ersten Schlacht, die mit der Hoffnung auf die Realwirtschaft gewonnen wurde (vgl. unseren Monatsbrief „Es ist ein wenig mehr als nur die Konjunktur“ vom vergangenen März). Und wenn die EZB in den kommenden Wochen nicht enttäuscht, werden sich dazu möglicherweise die positiven Folgen einer abermals erhöhten Liquidität gesellen. Dennoch hat sich unsere Prognose eines Konjunkturabschwungs, auf der unsere vorsichtige Haltung im Juli basierte, für die Währungsunion als Ganzes als weitgehend richtig erwiesen. Die Industrieproduktion brach im Juni in Spanien um 6,9%, in Italien um 8,2% und in Frankreich um 2,3% ein, und sie war erstmals seit Anfang 2010 sogar in Deutschland rückläufig (-0,3%). Darüber hinaus wurden im Juli weitere Einlagen in Höhe 74



© Foto: Ralph Orłowski/Getty images

Milliarden EUR aus spanischen Banken abgezogen. Trotz ihrer Bemühungen riskieren Italien und vor allem Spanien daher weiterhin eine kurzfristige finanzielle Strangulation, wenn sich ihre Refinanzierungskosten nicht schnell normalisieren. Derweil herrscht in Frankreich, wo ein Konjunkturreinbruch droht, weiterhin ein Klima der „drôle de guerre“ vor. Die politischen Entscheidungsträger – vielleicht

unter dem Eindruck, durch den Status eines sicheren Hafens geschützt zu sein – scheinen die Dringlichkeit, mit der die wirtschaftliche Wettbewerbsfähigkeit verbessert werden muss, nicht zu erfassen.

Den Maßnahmen, zu denen sich die Schuldnerländer im Gegenzug für die Unterstützung der EZB verpflichten müssen, kommt in den kommenden Wochen entscheidende Bedeutung zu. Von ihnen wird es richtigerweise abhängen, in welchem Umfang Deutschland die Initiative von Mario Draghi mittragen wird. Für die Schuldnerländer stellen sie eine gewisse Beschneidung der wirtschaftlichen

Souveränität dar, um die zweifellos hart verhandelt werden wird. Portugal und Spanien weisen in ihrem Haushalt nach wie vor hohe Primärdefizite (d.h. ohne Schuldzinsen) aus und werden ihre Bemühungen zur Sanierung der Staatsfinanzen trotz der Unterstützung durch die EZB unablässig weiterführen müssen. Dies dürfte die Konjunktur in Europa auf absehbare Zukunft weiterhin bremsen.

In Übersee nimmt der Vorsitzende der US-Notenbank Fed, Ben Bernanke, seine Verantwortung ebenfalls wahr, hat er doch unterstrichen, dass zusätzliche Unterstützungsmaßnahmen für eine US-Wirtschaft, die keine Arbeitsplätze mehr schafft, unerlässlich seien. Die Stagnation der Arbeitslosenquote über der Schwelle von 8% beginnt das Verbrauchervertrauen zu beeinträchtigen, gab dieses doch im August



© Thinkstocks

stark nach (der monatliche Indikator des Conference Board brach von 65,9 auf 60,6 ein). Laut gewissen Schätzungen könnten die negativen Konsequenzen des drohenden „fiskalischen Kliffs“ im Jahr 2013 das Wachstum um rund 3 Prozentpunkte reduzieren (kumulierte wirtschaftliche Auswirkungen der auslaufenden Steuersenkungen aus der Ära Bush und der automatischen Reduktion der Staatsausgaben). Doch fiskalisches Kliff hin oder her, mit Blick auf den Staatshaushalt wird die Priorität der nächsten US-Regierung notwendigerweise darin bestehen, das Defizit zu senken. Zwar waren einige der US-Wirtschaftsdaten der vergangenen Wochen nicht so schlecht wie erwartet, aber die Bereitschaft des Fed-Vorsitzenden, die zur Stützung der US-Konjunktur notwendigen Maßnahmen zu ergreifen, muss daher unseres Erachtens ernst genommen werden.

In den Schwellenländern setzte sich die allgemeine Wachstumsverlangsamung während des Sommers fort. Die Regierungen in Lateinamerika haben auf diese überzeugender reagiert als jene in Asien. So kündigte beispielsweise Brasilien im August ein Programm für Infrastrukturinvestitionen (Straßen,

Eisenbahnen, Flughäfen) im Umfang von 1,6% des Bruttoinlandprodukts (BIP) über fünf Jahre an. Die dortige Regierung nimmt zudem mit zahlreichen fiskalischen Lockerungsmaßnahmen Einfluss. Des Weiteren springen die staatlichen Banken für die privaten Institute in die Bresche und werden künftig in der Lage sein, die Kreditvergabe auszuweiten (+26% seit Jahresbeginn). Obwohl das Wirtschaftswachstum im laufenden Jahr kaum 2% betragen dürfte, könnte die Ende August erfolgte Zinssenkung von 8,0% auf 7,5% folglich die letzte des aktuellen Zyklus gewesen sein (die Leitzinsen standen vor einem Jahr noch bei 12,5%!). In Indien bleibt die Verabschiedung entscheidender Reformen derweil blockiert (mehr als 30 Gesetzesentwürfe sind in der Warteschlange), und das Wachstum wird sich voraussichtlich nicht so bald über den aktuellen Wert von 5,5% hinaus erholen. In China schwächt sich das Wirtschaftswachstum unter dem Einfluss klar identifizierter Faktoren (Abschwächung der Investitionen, insbesondere im Immobiliensektor, Rückgang des Handelsbilanzüberschusses, aber auch ein gut abgestützter Binnenverbrauch) nach wie vor ab. Solange sich dieser Trend nicht verschärft, ist die Lancierung eines umfassenden Ankurbelungsprogramms durch die chinesische Regierung wenig wahrscheinlich, was die Märkte weiterhin einpreisen (der Index der in Hongkong gelisteten chinesischen H-Aktien hat seit Jahresbeginn um 6% nachgegeben). Aber wird die Regierung untätig bleiben, wenn sich weitere Anzeichen für eine konjunkturelle Verschlechterung einstellen? Wir glauben nicht, zumal sie über einen beträchtlichen geldpolitischen Spielraum verfügt und dieses Jahr zudem eine politische Machtübergabe ansteht. Dennoch zeugt der Rückgang der Eisenerzpreise (auf deutlich unter 100 USD pro Tonne, d.h. um 35% tiefer als zu Jahresbeginn) von der Verlangsamung der Infrastrukturausgaben in China. Im Gegensatz dazu notieren die Kupferpreise nach wie vor auf demselben Niveau wie zum Jahresanfang, d.h. bei rund 7.500 USD pro Tonne. Diese Widerstandsfähigkeit ist Ausdruck der Neuausrichtung der chinesischen Wirtschaft von industriellen Aktivitäten hin zum Binnenkonsum (die Autoverkäufe nahmen diesen Sommer im Vergleich zum Vorjahr um 10% zu). Der Anstieg der Energiepreise infolge wieder aufflammender geopolitischer Risiken im Nahen Osten sowie der Lebensmittelpreise infolge der sommerlichen Dürre in den Vereinigten Staaten ist ein weiterer Grund zur Sorge, zumindest für gewisse Länder. Indien importiert beispielsweise 80% seines Ölbedarfs, wogegen Brasilien mittlerweile weitgehend autark ist. Wir bleiben daher

wachsam, zumal bereits klar ist, dass Europa zur Behebung seines wirtschaftlichen Scheiterns nicht auf China zählen können.

Vor diesem Hintergrund ist mehr denn je eine klarsichtige Anlagestrategie erforderlich, die sämtliche Szenarien berücksichtigt.

Denn die Interventionsbereitschaft der Fed und der EZB, so sie sich denn bestätigt, ist die Kehrseite einer alarmierenden weltwirtschaftlichen Verfassung. Erstere muss man begrüßen und sich gegen Letztere absichern. In der Praxis geschieht dies über eine Portfoliozusammenstellung, die künftig den direkten Nutznießern der EZB-Unterstützungsmaßnahmen (Aktien und Anleihen europäischer Banken, Staatsanleihen europäischer Randstaaten in Anleihenfonds) einen Platz einräumt, aber gleichzeitig weiterhin wenig konjunktursensible Unternehmen bevorzugt. Zudem sollten (im Vorfeld von Reflationsbemühungen durch die Zentralbanken) Positionen in Goldbergbauaktien beibehalten bzw. ausgebaut werden. Fonds, denen dies erlaubt ist, sollten darüber hinaus mit Lokalwährungsanleihen von Schwellenländern, die vom weltweiten Konjunkturabschwung profitieren, ergänzt werden. Derweil könnten Emerging-Market-Aktien, deren Performance stark zurückgeblieben ist, letztlich von einem globalen Rückgang der Risikoabneigung und anhaltenden Leitzinssenkungen in diesen Ländern profitieren. Und schließlich muss ein verantwortungsvolles Portfoliomanagement auch in der Lage sein, das Fondsexposure schnell anzupassen (wie diesen Sommer demonstriert), zumal sich der von der EZB erklärte Krieg nicht mit dem ersten Kanonenschuss gewinnen lassen wird.

Didier Saint-Georges

Redaktionsschluss: 5. September 2012

Devisen : Mario Draghi eilt Euro zu Hilfe

Die von Mario Draghi diesen Sommer abgegebenen Stellungnahmen (vgl. Editorial) verliehen dem Euro Auftrieb, legte die Einheitswährung doch Ende August um 2,35% zu. Entsprechend unseren Anpassungen bei den Aktienportfolios haben wir unser Exposure gegenüber dem US-Dollar und dem Yen im **Carmignac Patrimoine** teilweise reduziert sowie jenes gegenüber dem Euro im **Carmignac Investissement** erhöht. Wir

glauben weiterhin, dass der Euro seinen Abwärtstrend mittelfristig wieder aufnehmen wird, weil sich die europäische Wirtschaft unseres Erachtens weiter abschwächt und Zinssenkungen unumgänglich sind. Allerdings wird die Einheitswährung auf kurze Sicht von technischen Faktoren gestützt, was es zu berücksichtigen gilt. Wir halten daher mehrheitlich an unseren Absicherungen gegenüber Schwellenländerwährungen fest.

Zinsen : Normalisierung in Sicht?

Logischerweise wurden die Zinsmärkte durch die Kommentare der EZB stark beeinflusst. Als „sicher“ geltende Staatsanleihen waren die ersten Opfer, allen voran deutsche Staatsverbindlichkeiten, deren Rendite auf 1,56% stieg, bevor sie gegen Ende des Berichtszeitraums wieder auf 1,32% nachgab. Dasselbe gilt für die 10-jährigen US-Treasurys, deren Rendite auf 1,85% nach oben schnellte, bevor sie schließlich wieder auf 1,54% abrutschte. Wir haben vorsichtig durch diese volatile Phase navigiert, indem wir die Duration von **Carmignac Patrimoine** um einen Punkt reduzierten und jene von **Carmignac Global Bond** bei rund 7 beibehielten, was unsere Performance etwas beeinträchtigte. Unternehmensanleihen profitierten natürlich von Wiederanstieg der

Risikobereitschaft, wenn auch in deutlich geringerem Ausmaß als Aktien, was für Erstere auf ein nach wie vor substanzielles Aufwärtspotenzial hindeutet. Der erwartete Rückgang des systemischen Risikos hat uns dazu bewogen, im **Carmignac Sécurité** wieder eine Position in italienischen Staatsanleihen einzugehen. Diese besteht aus kurzen Laufzeiten und beläuft sich auf weniger als 10% des verwalteten Fondsvermögens. Nach mehreren Monaten mit einer höchst erfreulichen Wertentwicklung mussten Staatsanleihen aus Schwellenländern im Sog der Treasury-Verkäufe in den USA Gewinnmitnahmen hinnehmen, was die Performance von **Carmignac Emerging Patrimoine** vorübergehend belastete.

Aktien : selektiver Ausbau

Der europäische Aktienmarkt war wie erwartet der Hauptnutznießer der Kommentare von Mario Draghi (+4% im August), gefolgt von den US-Börsen (+2% in Lokalwährung) und dem Emerging-Market-Index (-0,5% in Lokalwährung). Das Exposure der globalen Fonds wurde erhöht und erreichte 100% im **Carmignac Investissement** sowie 45% im **Carmignac Patrimoine**. Die europäischen Fonds erfuhren dieselben

Anpassungen, wenn auch in geringerem Ausmaß. Darüber hinaus schlug sich unsere Analyse, wonach das systemische Risiko zurückgehen sollte, sowohl in unseren globalen als auch europäischen Fonds nieder, wurden sie doch mit einem höchst selektiven Ansatz durch Finanztitel (Banken und Versicherungen) ergänzt.

Rohstoffe : Barometer für die Abschwächung des Weltwirtschaftswachstums

Die Nachfrage nach Industriemetallen bleibt unter Druck (vgl. Editorial), weshalb sich die Investoren von diesen abwendeten und damit die Bewertungen deutlich einbrechen ließen (der Sektor wird mit einem durchschnittlichen Kurs-Gewinn-Verhältnis 2013E von 8 gehandelt). Ist damit der Zeitpunkt für einen Ausbau der Positionen in diesem Sektor gekommen? Unsere Befürchtungen hinsichtlich einer Verschlechterung des globalen Wirtschaftsumfelds veranlassen uns weiterhin dazu, Öldienstleistungsunternehmen zu favorisieren, die im letzten Quartal hervorragende Ergebnisse erzielten und eine hohe Visibilität aufweisen.

Darüber hinaus hat bei den Goldbergbautiln, in denen **Carmignac Commodities** und **Carmignac Investissement** stark engagiert sind, endlich eine dynamischere Entwicklung eingesetzt. Nach einer während längerer Zeit enttäuschenden Performance profitieren diese Aktien nun von den erwarteten weiteren Liquiditätsspritzen der Fed und der EZB. Sie legten im August um 9,4% zu (in Euro), wogegen der Preis physischen Golds lediglich um 2,5% stieg. Dank entsprechender Positionen zeigte **Carmignac Commodities** im August eine gute absolute und relative Wertentwicklung.

Dachfonds : Asset Allocation

Die Performance unserer Dachfonds der Familie **Carmignac Profil Réactif** litt unter den durchzogenen Resultaten der ihnen zugrunde liegenden Fonds (Ausnahme: europäische Aktienfonds, Rohstofffonds und kurzfristige Anleihenfonds). Infolge des zurückhaltenden Aktienexposure

waren die Fonds zudem nicht in der Lage, vollumfänglich an der Erholung der Aktienmärkte in den Industrieländern zu partizipieren. Diese Positionierung wurde im Monatsverlauf korrigiert und das Exposure gegenüber dem Euro verstärkt.

// FONDSPERFORMANCE

	NAV	2012	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre
Carmignac Investissement A EUR acc <i>MSCI All Countries World Index (Eur)</i>	8 515,78	5,09%	3,50%	20,67%	20,24%
		10,77%	18,46%	33,31%	-11,01%
Carmignac Grande Europe A EUR acc <i>Stoxx 600</i>	140,56	14,47%	15,62%	21,33%	-15,07%
		8,87%	12,13%	12,88%	-29,18%
Carmignac Euro-Entrepreneurs A EUR acc <i>Stoxx 200 Small</i>	187,59	15,07%	17,79%	29,40%	-10,87%
		11,50%	7,48%	22,72%	-23,78%
Carmignac Emergents A EUR acc <i>MSCI Emerging Markets (Eur)</i>	717,96	11,42%	11,07%	52,16%	0,02%
		6,46%	4,74%	28,48%	-5,74%
Carmignac Emerging Discovery A EUR acc <i>50% MSCI EM Mid Cap (Eur) + 50% MSCI EM Small Cap (Eur)</i>	1 048,45	10,49%	10,30%	34,42%	-
		9,97%	1,74%	3,83%	-
Carmignac Commodities A EUR acc <i>Index CARMIGNAC Commodities (Eur)*</i>	294,74	-8,39%	-14,00%	25,08%	-8,53%
		-1,58%	-0,25%	21,85%	-1,43%
Carmignac Patrimoine A EUR acc <i>50% MSCI AC World Index (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>	5 492,69	5,13%	6,41%	15,95%	39,75%
		7,97%	16,45%	32,95%	23,43%
Carmignac Emerging Patrimoine A EUR acc <i>50% MSCI EM (Eur) + 50% JPM GBI EM (Eur)</i>	108,75	10,86%	10,10%	-	-
		9,49%	9,20%	-	-
Carmignac Euro-Patrimoine A EUR acc <i>50% Euro Stoxx 50 + 50% Eonia kapitalisiert</i>	301,31	8,87%	7,86%	22,49%	9,59%
		2,78%	3,24%	-4,68%	-17,44%
Carmignac Market Neutral A EUR acc <i>Eonia kapitalisiert</i>	1 021,49	-0,18%	0,37%	0,39%	-0,62%
		0,28%	0,49%	1,66%	7,90%
Carmignac Profil Reactif 100 A EUR acc <i>MSCI All Countries World Index (Eur)</i>	167,21	11,04%	16,04%	26,22%	-6,81%
		1,77%	18,46%	33,31%	-11,73%
Carmignac Profil Reactif 75 A EUR acc <i>75% MSCI AC World Index (Eur) + 25% Citigroup WGBI (Eur)</i>	191,55	9,91%	14,47%	21,91%	3,38%
		9,38%	17,48%	33,39%	7,13%
Carmignac Profil Reactif 50 A EUR acc <i>50% MSCI AC World Index (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>	165,97	7,40%	12,27%	17,73%	12,13%
		7,97%	16,45%	32,95%	23,43%
Carmignac Global Bond A EUR acc <i>JP Morgan GGB</i>	1 166,95	9,44%	22,33%	24,29%	-
		5,18%	15,13%	33,72%	-
Carmignac Securite A EUR acc <i>Euro MTS 1-3 Y</i>	1 598,43	3,43%	4,29%	8,67%	23,79%
		2,88%	2,25%	4,82%	17,57%
Carmignac Cash Plus A EUR acc <i>Eonia kapitalisiert</i>	10 852,77	3,00%	3,86%	6,67%	-
		0,28%	0,49%	1,66%	-
Carmignac Court Terme A EUR acc <i>Eonia kapitalisiert</i>	3 752,20	0,38%	0,73%	1,85%	8,27%
		0,28%	0,49%	1,66%	7,90%

*45% MSCI ACWF Oil and Gas (Eur), 5% MSCI ACWF Energy Equipment (Eur), 40% MSCI ACWF Metal and Mining (Eur), 5% MSCI ACWF Paper and Forest (Eur) and 5% MSCI ACWF Food (Eur).

Quelle: Carmignac Gestion zum 31/08/2012.

Es wird darauf hingewiesen, dass die Wertentwicklung in der Vergangenheit kein zwingender Hinweis auf den künftigen Wertverlauf und über die Zeit nicht konstant ist.



CARMIGNAC GESTION
24, place Vendôme - 75001 Paris
Tel.: (+33) 1 42 86 53 35 - Fax: (+33) 1 42 86 52 10
www.carmignac.fr

CARMIGNAC DEUTSCHLAND GmbH
Jungthofstraße 24, 60311 Frankfurt am Main, Tel.: +49 69 71042 3611 - Fax: +49 69 71042 3637
www.carmignac.de - germany@carmignac.com
www.carmignac.at - austria@carmignac.com

Carmignac Gestion, Aktiengesellschaft – Gesellschaft für Portfoliomanagement (Zulassungsnummer: GP 97008 vom 13.03.1997) – NAF – Code: 671c mit einem Kapital von 15.000.000 Euro, Handelsregister Paris B 349 501 676
Carmignac Gestion Luxembourg, Tochtergesellschaft der Carmignac Gestion SA, Aktiengesellschaft mit einem Grundkapital von 3.000.000 Euro – Handelsregister Luxemburg B 67549