

# Carmignac views

// LEITARTIKEL

## Zyklen, Trends und schwarze Schwäne

**S**eit ungefähr drei Jahren hat die Zuspitzung der staatlichen Schuldenkrise in Europa die hohe Priorität gerechtfertigt, die jeder verantwortungsbewusste Vermögensverwalter dem Schutz des Kapitals seiner Kunden einräumte. Eine Liquiditätskrise einer großen Bank oder sogar eines Industrielandes lag im Bereich des Möglichen und hätte im Eintretensfall die besten Argumente hinsichtlich Bewertung, Titelselektion oder langfristiger Trends hinweggefegt. EZB-Präsident Mario Draghi hat im vergangenen Sommer angekündigt, die Integrität des europäischen Finanzsystems mit allen Mitteln zu gewährleisten. Damit können sich die Anleger nun wieder auf die fundamentale Analyse sich bietender Investitionsmöglichkeiten konzentrieren. Zudem gibt es diverse Gründe, mit dem nahenden Jahresende 2012 ambitioniertere Ziele zu hegen. Weitere Probleme – diese gefürchteten „schwarzen Schwäne“, zwar unwahrscheinlich, aber potenziell verheerend – sind zwar weder für Europa noch andere Länder auszuschließen und legen auch künftig eine gewisse Vorsicht nahe. Diese dunklen, schwer fassbaren Schatten dürften aber künftig nicht mehr ausreichen, die Wirkung der Titelauswahl zunichte zu machen und die Partizipation an 2013 möglicherweise starken zyklischen Phänomenen oder deutlichen wirtschaftlichen Trends zu verhindern, die für die langfristige Performance den Ausschlag geben. Vor diesem Hintergrund wird die Performance wieder entscheidend von Mut und Disziplin abhängen.

In den USA birgt die drohende „fiskalische Klippe“ zum Jahresende die größten Risiken. Ein Scheitern der Verhandlungen zwischen Demokraten und Republikanern würde die US-Volkswirtschaft brutal in eine Rezession abstürzen lassen, würden in diesem Fall doch die Steuern massiv steigen und die Staatsausgaben deutlich gekürzt. Da die entsprechenden Diskussionen im Sommer 2011 schon einmal in einer Sackgasse endeten, ist diese Möglichkeit ernst zu nehmen. Indes haben sich die Umstände seitdem verändert. Die dogmatische Haltung der konservativsten republikanischen Fraktion wurde von den Wählern an der Urne nicht honoriert. Daher dürften sich kaum noch US-Abgeordnete finden, die alleine zwecks Einhaltung der harten Parteilinie die Verantwortung für ein Abrutschen der US-



Wirtschaft in eine Rezession zu tragen bereit sind. Eine parteiübergreifend ausgehandelte Straffung des US-Staatshaushalts wird damit wahrscheinlicher, und es stellt sich die Frage, ob die amerikanische Wirtschaft stark geschwächt aus dieser hervorgehen wird. Wir glauben nicht. Denn erstens weist

die Wirtschaft dank der Widerstandskraft der Verbraucher zum nahenden Jahresende eine positive Dynamik auf. Auch dank der Erholung am Immobilienmarkt liegt das Verbrauchervertrauen zurzeit nur noch knapp unter den höchsten Werten seit fast vier Jahren. Diese Dynamik legt den Schluss nahe, dass die US-Wirtschaft eine gewisse fiskalische Straffung absorbieren kann – vor allem, wenn Ausgabensenkungen in der Verhandlungslösung dominieren. Hierin besteht einer der Hauptunterschiede zur Lage in Südeuropa, wo die Austeritätspolitik Volkswirtschaften aufgezwungen wird, die sich in einem steilen Konjunkturabschwung

befinden und daher eine weitere Reduktion der verfügbaren Einkommen nicht verkraften können. Darüber hinaus hat die US-Wirtschaft die Folgen der „fiskalische Klippe“ schon 2012 teilweise zu spüren bekommen. Im Gegensatz zu den Privathaushalten haben nämlich die US-Unternehmen ihre Investitionen merklich reduziert und warten ab, bis die fiskalische Unsicherheit nachlässt. Das Wachstum der Auftragseingänge für langlebige Güter schwächte sich daher im Jahresverlauf ab und erreichte im Sommer erstmals negative Werte. Sobald die fiskalische Unsicherheit ausgeräumt wird, könnte dieser aufgestaute Investitionsbedarf im Industriesektor dem Wachstum zusätzliche Impulse geben.

**D**iese Widerstandsfähigkeit der US-Konjunktur gegenüber einer moderaten Kürzung des Staatshaushalts sollte die Anleger zuversichtlich stimmen, zumal sie mit einem günstigen langfristigen Trend einhergeht. Laut der Internationalen Energieagentur könnten die USA dank ihrer zunehmenden Förderung von Schiefergas und -öl bis 2020 zum weltweit größten Ölproduzenten avancieren, produziert das Land doch schon heute mehr als 10 Millionen Barrel pro Tag. Neben weit reichenden geopolitischen Konsequenzen könnte diese energetische Kehrtwende auch beträchtliche Wirkung auf die US-Außenbilanzen haben: Die Energieimporte würden massiv reduziert, und die sicheren und wettbewerbsfähigen Energiequellen könnten neue Industrieunternehmen anziehen.

**I**n Europa ist die Konjunkturlage grundlegend anders. Die Eurozone als Ganzes wird sich 2013 einer Rezession wohl kaum entziehen können. Jene Länder, die sich bisher vergleichsweise gut behauptet haben, werden unweigerlich von den Schwierigkeiten ihrer Handelspartner im Süden angesteckt. Indessen beginnen sich die Reformbemühungen Letzterer positiv auf die Entwicklung ihrer Staatsfinanzen auszuwirken. Für die Mehrheit dieser Länder, insbesondere für Italien, liegt nun ein Primärbudgetüberschuss (bzw. eine Stabilisierung der Schulden) in den nächsten zwei Jahren im Bereich des Möglichen. Allerdings ist in diesem Zusammenhang alarmierend, dass sich die (an den Lohnstückkosten gemessene) Wettbewerbsfähigkeit Frankreichs seit Beginn der Krise verschlechtert hat, während seine Handelspartner in dieser Hinsicht Fortschritte erzielen. Die Entwicklung der Schulden Griechenlands bleibt auf längere Sicht unhaltbar, aber seine Partner haben sich mit dem politisch motivierten Willen, wirklich schmerzhaft Entscheidungen auf später zu vertagen, durchgesetzt. 2013 werden lediglich rund 20 Mrd. EUR an griechischen Schulden zur Rückzahlung fällig, wogegen sich die entsprechenden Fälligkeiten für Spanien und Italien auf über 100 Mrd. EUR bzw. rund

300 Mrd. EUR belaufen. Das Ausmaß dieser Probleme rechtfertigt die Griechenland im November gewährte Verlängerung der Gnadenfrist, um das allmählich wiederkehrende Vertrauen der Anleger in Europa nicht erneut zu gefährden. Das Angebot von Mario Draghi stellt in diesem Zusammenhang eine entscheidende Unterstützung dar, und es ist schwer vorstellbar, dass Spanien und in einem nächsten Schritt auch Italien nicht schon bald davon Gebrauch machen werden. Obschon die unerlässlichen Entschuldungsanstrengungen die Wirtschaftsaktivität längerfristig belasten (die zögerliche Kreditvergabe durch die Banken ist der größte Bremsklotz für eine Erholung in Europa), sollten sich die finanziellen Vermögenswerte in Europa folglich kontinuierlich von ihren niedrigen Bewertungen lösen können.

**I**n den Schwellenländern haben gleichzeitig auftretende externe und interne Schocks (Einbruch der Ausfuhren an ihre bisherige Kundschaft bzw. Straffung der Kreditvergabe nach den Übertreibungen von 2008/2009) in den letzten beiden Jahren eine markante Wachstumsverlangsamung bewirkt. Das Wachstum fiel in China von 11% auf 7% und in Brasilien von 7.5% auf unter 2%. Dieser Zyklus neigt sich aber nun unseres Erachtens seinem Ende zu. Das Kreditwachstum in China erholt sich seit Juni, und die Konjunkturindikatoren zeigen erste Anzeichen einer Stabilisierung. Bei einem Besuch in Brasilien haben sich zudem unsere Erwartungen einer moderaten Wiederbeschleunigung der Wirtschaftsaktivität gegen Jahresende bestätigt. Über diese neu einsetzende Konjunkturphase hinaus präsentieren sich auch die mittelfristigen Perspektiven ansprechend. In China wurde die Inflation auf einen annualisierten Wert von 2% gesenkt, und die neuen Machthaber verfügen über einen größeren wirtschaftlichen und politischen Spielraum zur erfolgreichen Umsetzung des 5-Jahres-Plans von 2010, der auf eine Verbesserung der Lebensstandards der Mittelklasse und ein stabilisiertes Wachstum von rund 7% p.a. ausgerichtet ist. Brasilien wird von dieser Stabilisierung des Wachstums in China profitieren. Mehr noch dürfte aber der steigende Anteil der Investitionen am Bruttoinlandsprodukt (BIP), der zurzeit lediglich 18% beträgt, dem Wirtschaftswachstum Auftrieb geben. In Indien eröffnet die Umsetzung von Reformen zur Liberalisierung der Wirtschaft, die seit mehr als zwei Jahren hinausgezögert wurde, nun endlich eine Perspektive auf ein mittelfristig stärkeres, auch von ausländischen Investitionen getragenes, Wachstum.

**A**uch das Jahr 2013 wird zweifellos störende „schwarze Schwäne“ gebären, die eine Reaktion erfordern. Die Überschuldungskrise in den Industrieländern verschärft die

Konjunkturzyklen auf Dauer. Dies erfährt Südeuropa seit zwei Jahren schmerzhaft, ist doch ein Rückgriff auf externes Finanzierungskapital, das bis 2007 noch zur Verfügung stand, zur Milderung der Konjunkturzyklen nun nicht mehr möglich. Eine weitere Nebenwirkung dieser Kreditverknappung ist der unablässige Einsatz der Notenpresse durch die wichtigsten Zentralbanken als letztes Mittel gegen die Deflationseffekte der Entschuldung. Das von Shinzo Abe, dem wahrscheinlich nächsten Premierminister Japans, angekündigte Projekt, die japanische Währung abwerten zu lassen und damit die Inflation in seinem Land anzukurbeln, ist nur der jüngste Ausdruck dieses Trends. Letzterer bestärkt uns in unserer Überzeugung, im Rahmen unserer Portfolios eine substanzielle Allokation in Goldbergbautiteln beizubehalten.

**U**nter Einhaltung der vorstehend Ungemahnten Vorsicht rechtfertigt unsere globale Analyse indessen erstmals seit drei Jahren eine Ausrichtung unserer globalen Vermögensverwaltung auf ehrgeizige Performanceziele. Dies stimmt zuversichtlich. Mit dieser optimistischen Endnote wünsche ich Ihnen eine schöne Weihnachtszeit und ein gutes Neues Jahr.

Didier Saint-Georges

*Redaktionsschluss: 1. Dezember 2012*

## // ANLAGESTRATEGIE

### Devisen : Abwertung des Yen

Der Euro gab zu Monatsbeginn einen Teil seiner seit Juni gegenüber dem US-Dollar und dem britischen Pfund erzielten Gewinne wieder ab, erholte sich dann aber stark und beendete den Monat geringfügig im Plus. Die Einheitswährung profitierte von der Reduktion der systemischen Risiken in Europa sowie den Fortschritten bei der Vergabe neuer finanzieller Mittel an Griechenland. Wir haben unser Portfolio-Exposure gegenüber

dem Euro dementsprechend auf Kosten des US-Dollar ausgebaut (per Monatsende 61% bzw. 27% im **Carmignac Patrimoine**). Darüber hinaus haben wir unserer negativen Einschätzung des Yen nachgegeben, indem wir das Exposure unserer Fonds **Carmignac Investissement** und **Carmignac Patrimoine** gegenüber der japanischen Währung reduzierten.

### Anleihen : Fortgesetzte Entspannung in Europa

Unsere Positionen in Lokalwährungsanleihen aus Schwellenländern trugen weiterhin zur Performance unserer Fonds bei. Das Exposure gegenüber türkischen Staatspapieren profitierte von der Heraufstufung des Länderratings auf „Investment Grade“ durch Fitch sowie vom darauf folgenden Renditerückgang bei den 10-jährigen Anleihen von 7,94% auf 6,87% im Monatsverlauf. Die Rendite 5-jähriger polnischer Staatsanleihen gab ebenfalls nach und fiel im November von 4,07% auf

3,55%. Angesichts der Stabilisierung in der Eurozone und der wieder kontinuierlich zunehmenden Risikobereitschaft der Anleger haben wir die Duration von **Carmignac Patrimoine** leicht reduziert. Per Ende des Berichtszeitraums wiesen unsere Anleihenportfolios die folgenden Durationen auf: 3,4 für **Carmignac Patrimoine**, 8,5 für **Carmignac Global Bond**, 5,9 für **Carmignac Emerging Patrimoine**, 1,4 für **Carmignac Sécurité** und 1,4 für **Carmignac Cash Plus**.

### Aktien : Marschhalt in der Hausse

Die Aktienmärkte legten zu Monatsbeginn eine Pause ein, erholten sich dann aber markant und beendeten den November knapp in der Gewinnzone. Die Märkte in Europa und den Schwellenländern entwickelten sich mit +2% und +1.2% für den Stoxx Europe 600 Index bzw. den MSCI Emerging Markets Index erfreulich. Die Hinweise auf eine Stabilisierung des Wachstums in China mehrten sich, legten doch insbesondere die Einzelhandelsumsätze sehr deutlich zu (um annualisiert

über 14%). Wir partizipieren mit unseren Beteiligungen an chinesischen Unternehmen oder ausländischen Unternehmen mit Aktivitäten in China weiterhin an dieser Dynamik. Wir haben beispielsweise Volkswagen, eine bereits im **Carmignac Patrimoine** und **Carmignac Investissement** vertretene Aktie, in das Portfolio von **Carmignac Grande Europe** aufgenommen.

### Rohstoffe : Konsolidierung des Goldsektors

**Carmignac Commodities** erbrachte im Berichtsmonat eine negative Performance, die 10%-igen Verlusten der Goldtitel zuzuschreiben war. Angesichts der allgemein äußerst lockeren Geldpolitik schätzen wir indes die Perspektiven für das gelbe Metall weiterhin sehr positiv ein. Unsere Beteiligungen an so genannten „Royalties“-Unternehmen sowie

an Unternehmen mit einem gut voraussehbaren Wachstumsprofil sollten es uns erlauben, die Performance-Lücke zu physischem Gold sukzessive zu schließen. Der Goldsektor ist im **Carmignac Commodities** mit 22% und im **Carmignac Investissement** mit 11% gewichtet.

### Dachfonds : Vermögensallokation

Unsere Dachfonds zeigten im Berichtsmonat eine geringfügig positive Wertentwicklung und ließen ihre Referenzindizes knapp hinter sich. Die auf eine Abwertung des Yen ausgerichtete Optionsstrategie, die wir im Monatsverlauf einführten, trug zur Performance der Fonds bei. Das

Aktienexposure wurde zu Monatsbeginn taktisch reduziert, verbleibt aber in allen Fonds nahe dem Maximum. Es lag im **Carmignac Profil Reactif 100, 75 und 50** bei 94%, 70% und 46%. Das Exposure von **Carmignac Investissement Latitude** belief sich auf 92%.

## // FONDSPERFORMANCE

	NAV	2012	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre
<b>Carmignac Investissement A EUR acc</b>	<b>873,36</b>	<b>7,78%</b>	<b>6,97%</b>	<b>17,82%</b>	<b>13,76%</b>
<i>MSCI All Countries World Index (Eur)</i>		10,85%	14,59%	30,76%	-8,01%
<b>Carmignac Grande Europe A EUR acc</b>	<b>144,39</b>	<b>17,59%</b>	<b>19,84%</b>	<b>22,03%</b>	<b>-11,83%</b>
<i>Stoxx 600</i>		12,77%	14,87%	15,31%	-25,54%
<b>Carmignac Euro-Entrepreneurs A EUR acc</b>	<b>196,66</b>	<b>20,64%</b>	<b>22,48%</b>	<b>29,28%</b>	<b>-2,24%</b>
<i>Stoxx 200 Small</i>		17,05%	17,15%	25,76%	-15,26%
<b>Carmignac Emergents A EUR acc</b>	<b>743,00</b>	<b>15,31%</b>	<b>16,14%</b>	<b>44,46%</b>	<b>-1,45%</b>
<i>MSCI Emerging Markets (Eur)</i>		9,68%	12,28%	21,96%	-8,50%
<b>Carmignac Emerging Discovery A EUR acc</b>	<b>1 083,35</b>	<b>14,17%</b>	<b>17,20%</b>	<b>33,16%</b>	-
<i>50% MSCI EM Mid Cap (Eur) + 50% MSCI EM Small Cap (Eur)</i>		12,89%	15,72%	23,84%	-
<b>Carmignac Commodities A EUR acc</b>	<b>288,74</b>	<b>-10,26%</b>	<b>-10,92%</b>	<b>6,93%</b>	<b>-19,19%</b>
<i>Index CARMIGNAC Commodities (Eur)*</i>		-2,18%	-1,95%	10,37%	-15,50%
<b>Carmignac Patrimoine A EUR acc</b>	<b>548,46</b>	<b>4,97%</b>	<b>7,28%</b>	<b>13,95%</b>	<b>32,15%</b>
<i>50% MSCI AC World Index (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>		6,63%	10,93%	29,30%	24,27%
<b>Carmignac Emerging Patrimoine A EUR acc</b>	<b>109,95</b>	<b>12,08%</b>	<b>13,91%</b>	-	-
<i>50% MSCI EM (Eur) + 50% JPM GBI EM (Eur)</i>		11,88%	14,42%	-	-
<b>Carmignac Euro-Patrimoine A EUR acc</b>	<b>303,33</b>	<b>9,60%</b>	<b>10,96%</b>	<b>17,88%</b>	<b>7,60%</b>
<i>50% Euro Stoxx 50 + 50% Eonia kapitalisiert</i>		5,70%	5,44%	-2,43%	-16,10%
<b>Carmignac Market Neutral A EUR acc</b>	<b>1 033,28</b>	<b>0,97%</b>	<b>0,71%</b>	<b>-0,49%</b>	<b>-5,16%</b>
<i>Eonia kapitalisiert</i>		0,23%	0,28%	1,59%	6,75%
<b>Carmignac Profil Reactif 100 A EUR acc</b>	<b>167,60</b>	<b>11,30%</b>	<b>13,91%</b>	<b>22,96%</b>	<b>-9,05%</b>
<i>MSCI All Countries World Index (Eur)</i>		10,85%	14,59%	30,76%	-8,01%
<b>Carmignac Profil Reactif 75 A EUR acc</b>	<b>190,62</b>	<b>9,38%</b>	<b>12,04%</b>	<b>18,69%</b>	<b>0,06%</b>
<i>75% MSCI AC World Index (Eur) + 25% Citigroup WGBI (Eur)</i>		8,74%	12,78%	30,28%	9,30%
<b>Carmignac Profil Reactif 50 A EUR acc</b>	<b>163,61</b>	<b>5,87%</b>	<b>8,59%</b>	<b>14,45%</b>	<b>7,69%</b>
<i>50% MSCI AC World Index (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>		6,63%	10,93%	29,30%	24,27%
<b>Carmignac Global Bond A EUR acc</b>	<b>1 149,22</b>	<b>7,78%</b>	<b>13,89%</b>	<b>26,55%</b>	-
<i>JP Morgan GGB</i>		2,16%	7,01%	28,09%	-
<b>Carmignac Securite A EUR acc</b>	<b>1 617,52</b>	<b>4,66%</b>	<b>5,86%</b>	<b>8,90%</b>	<b>23,33%</b>
<i>Euro MTS 1-3 Y</i>		4,40%	5,90%	5,58%	17,64%
<b>Carmignac Cash Plus A EUR acc</b>	<b>10 980,39</b>	<b>4,21%</b>	<b>4,76%</b>	<b>8,04%</b>	-
<i>Eonia kapitalisiert</i>		0,23%	0,28%	1,59%	-
<b>Carmignac Court Terme A EUR acc</b>	<b>3 752,87</b>	<b>0,39%</b>	<b>0,48%</b>	<b>1,79%</b>	<b>7,25%</b>
<i>Eonia kapitalisiert</i>		0,23%	0,28%	1,59%	6,75%

\*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 30/11/2012.

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](http://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](http://www.carmignac.de) - [germany@carmignac.com](mailto:germany@carmignac.com)  
[www.carmignac.at](http://www.carmignac.at) - [austria@carmignac.com](mailto: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 vom 3.000.000 Euro – Handelsregister Luxemburg B 67549