

// LEITARTIKEL

In schwerer See: Geschwindigkeit anpassen, Instrumente überprüfen und Kurs halten

Wie in unserem Monatsbrief vom März („Es ist ein wenig mehr als nur die Konjunktur“) angedeutet, sind Vertrauen und Liquidität zu ausschlaggebenden Faktoren für die kurzfristige Entwicklung der Märkte geworden. Die Radikalisierung der politischen Alternative in Griechenland, die Realitätsverweigerung der spanischen Führung im Hinblick auf dringend notwendige europäische Finanzhilfen und die wahlkampforientierte Haltung der französischen Regierung in ihrem Bemühen um die Parlamentsmehrheit haben gezeigt, dass die Entwicklung der Märkte immer stärker von politischen Zufälligkeiten bestimmt wird. Zugleich veranschaulichen die Konzentration der Kapitalflüsse in Zufluchtwerten (Deutschland kann sich derzeit für zwei Jahre zum Nullzins finanzieren, der Dollarkurs ist gegenüber dem Euro so stark wie zuletzt im Sommer 2010), Befürchtungen über eine Kapitalflucht und der Ruf nach einer neuen Liquiditätsspritze durch die EZB die Bedeutung der Kapitalbewegungen im Verlauf der Krise. Es wäre unklug, dieses Umfeld zu unterschätzen, denn es lässt weder eine einfache noch eine schnelle Lösung zu. Unsere globale Anlagestrategie scheint uns daher weiterhin gerechtfertigt: Wir streben eine aktive Steuerung unseres Exposures gegenüber kurzfristigen Risiken mithilfe verschiedener Instrumente an und halten an unserer Ausrichtung auf bestimmte mittelfristige wirtschaftliche Überzeugungen nach einer gründlichen Überprüfung ihrer Stichhaltigkeit fest.

Die Drohung ist stärker als die Ausführung (Schachweisheit)

Es war unvermeidlich, dass die Menschen in Griechenland ihrer wachsenden Wut früher oder später an den Wahlurnen Luft machen (vgl. Monatsbrief vom Dezember 2011 „Das Ende der Tabus“). Es kursieren bereits zahlreiche Berechnungen, wie viel ein eventueller Austritt Griechenlands aus der Eurozone kosten könnte. Doch es bedarf keiner großen Rechenkünste, um zu der Erkenntnis zu kommen, dass das Eigenkapitalniveau der europäischen Banken noch nicht ausreichend ist, um eine neue Welle von Bilanzverlusten zu verkraften. Ganz offenkundig ist außerdem, dass ein Austritt Griechenlands aus der Eurozone äußerst schmerhaft für das Land selbst wäre, das sich damit den Zugang zu externen Finanzmitteln abschneiden würde,

während sein Haushalt selbst bei einem Verzicht auf sämtliche Zinsaufwendungen weiterhin ein Primärdefizit darstellt, das finanziert werden muss. So erklären sich die Verhandlungshaltungen auf beiden Seiten („noch nicht einmal mehr Angst!“), die auf den Märkten für Beunruhigung sorgen und die Tatsache nur schwer verbergen können, dass ein Austritt Griechenlands aus der Eurozone im Augenblick in niemandes Interesse läge. Daher ist in einem solchen Szenario auch die Hypothese eines massiven Eingriffs der EZB in Abstimmung mit anderen Zentralbanken vertretbar, die den Märkten neue Erleichterung verschaffen könnte. Es gäbe sicher schlimmere Lösungen.

Der Wind weht stärker

Seit Ende März sind die Zinsen, die internationale Anleger für die Vergabe von

Krediten an Italien und Spanien verlangen, rasch in die Höhe geklettert. Insbesondere Spanien muss jetzt ähnlich hohe Zinsen zahlen wie vor dem Eingriff der EZB im vergangenen Dezember. Die Verwertung der den Banken von der EZB bereitgestellten liquiden Mitteln für den Kauf von Staatsanleihen hat der Eurozone demnach nur eine vorübergehende Atempause verschafft. Die verhängnisvolle Verbindung zwischen der Wirtschaftslage der Länder und dem Bankenrisiko hingegen hat dadurch noch an Stärke zugenommen. Nun droht die spanische Wirtschaft abzurutschen, und die Arbeitslosenquote im Land liegt bei 25%. Zugleich verzeichnet Italien bereits im zweiten Quartal ein rückläufiges Wachstum.

Selbst in den Ländern, die den Mut aufbringen, sich um eine entschlossene Haushaltsanpassung zu bemühen, scheint ein Erfolg aufgrund des ausbleibenden Wachstums wenig plausibel, und es wird mit jedem Tag schwieriger, in der Bevölkerung Unterstützung für die Maßnahmen zu gewinnen. Das Misstrauen der Märkte gegenüber den Ländern überträgt sich wiederum auf die Banken, die nun einen noch schnelleren Rückgang ihrer Einlagenbasis fürchten müssen. Dies ist natürlich insbesondere in Spanien der Fall, wo der Bankensektor – allen voran Bankia – unter einer massiven Unterkapitalisierung leidet. Darin liegt ein erhebliches Risiko, denn die Höhe der Einlagen bei den italienischen und spanischen Banken (3.000 Mrd. Euro) entspricht dem Siebzehnfachen der Einlagen bei griechischen Banken. Angesichts dieser beträchtlichen Summen würde die Lage bei einer ernsthaften Kapitalflucht vollkommen außer Kontrolle geraten. Infolgedessen muss die Wahrnehmung des kurzfristigen Liquiditätsrisikos des Systems unter allen Umständen im Zaum gehalten werden.

In einem Umfeld mit engen Verflechtungen erhält man nicht, was man verdient, sondern was man aushandeln kann

Die Bilanz der EZB entspricht rund einem Drittel des BIP der Eurozone – dies ist deutlich mehr als das Gewicht der Federal Reserve in der amerikanischen Wirtschaft (19%). Über die automatische Beschaffung von Mitteln unter den Zentralbanken der Länder in der Eurozone ist auch die Deutsche Bundesbank mit der Wiederverwendung ihrer Überschüsse zugunsten der anderen Zentralbanken bereits sehr stark ausgelastet. Deutschland leistet schließlich den größten Beitrag zum europäischen Rettungsfonds. Infolgedessen befinden sich Deutschland und die EZB bereits in der äußerst unangenehmen Lage, das Auseinanderbrechen der Eurozone unter allen Umständen verhindern zu müssen, denn es würde für sie exorbitante Kosten nach sich ziehen. So sind sie zum wiederholten Male gezwungen, die Rolle des Wohltäters für schwächere Länder übernehmen – ganz gleich, ob diese es nun verdient haben oder nicht. Es versteht sich daher von selbst, dass weder Deutschland noch die EZB sich schnell zu einer einseitigen Kapitulation hinreißen lassen werden. Aus deutscher Sicht hieße die Emission von Eurobonds, den schwachen Ländern die Finanzierungsbedingungen, die Deutschland aufgrund seiner eigenen Leistungen erhalten hat, auf einem Silbertablett zu servieren. Deutschland wird sich also so lange wie möglich gegen diese Maßnahme wehren. Die Erhöhung der Löhne und Gehälter um 4,3%, die die Gewerkschaft IG Metall in Deutschland für die 3,6 Millionen Beschäftigten des Sektors aushandeln konnte



– die stärkste Erhöhung seit zwanzig Jahren – und die Erklärung von Finanzminister Wolfgang Schäuble, dass eine Inflationsrate von bis zu 3% für Deutschland durchaus hinnehmbar sei, stellen hingegen erste Schritte dar. Am Horizont zeichnen sich also harte Verhandlungen ab. Es ist eher unwahrscheinlich, dass die Märkte bis dahin viel Ruhe finden. Dies gilt erst recht, da auf Seiten der Griechen kein glaubwürdiger Gesprächspartner vorhanden ist und Frankreich in seiner wahlkampforientierten Haltung verharrt.

Den Kurs halten

Im besten Fall wird die Durchführung entschlossener haushaltspolitischer und externer Anpassungen, die für die Gesundung der europäischen Wirtschaft mit ihrem BIP in Höhe von 12.600 Milliarden Euro erforderlich sind, viel Zeit in Anspruch nehmen. Die noch vor kurzem so gefürchtete „Japanisierung“ Europas wäre zumindest ein Zeichen dafür, dass das Gebäude noch nicht zusammenstürzt ist und die Rationalisierung der Konturen der Eurozone eine stärkere Integration ermöglicht hat. Das „verlorene Jahrzehnt“ Japans war für die Japaner keine Katastrophe – für die Inhaber japanischer Anlagen hingegen schon (es sei denn, sie waren vorausschauend genug, um die besten Exporttitel zu wählen – eine weitere wesentliche Lektion, die wir uns zu Herzen nehmen sollten). Diese Beobachtung ist für Anleger von heute mehr denn je zuvor eine Rechtfertigung für eine globale Ausrichtung. In den Vereinigten Staaten zeichnet sich seit einigen Quartalen eine Art wirtschaftliche „Renaissance“ ab. Dieser Trend steht nach wie vor auf wackeligen Beinen und ist in hohem Maße vom Vertrauen der Verbraucher abhängig, das durch Steuererhöhungen ab 2013 wieder erschüttert werden könnte. Doch wenn sich die Lage in Europa nicht so weit verschlechtert, dass diese Dynamik zu entgleisen droht, lassen sich in den Vereinigten Staaten noch erfreuliche Anlagechancen in den Sektoren Technologie, Energie oder Verbrauchsgüter identifizieren, die für den Export in Schwellenländer bestimmt sind. Die Schwellenländer wiederum müssen die Verlangsamung ihrer Konjunktur erfolgreich bewältigen. Dies trifft insbesondere auf China zu, wo die Behörden mittlerweile des

Inflationsdrucks erfolgreich Herr geworden sind. Allerdings mussten sie dafür einen starken Rückgang der Investitionen im Immobiliensektor in Kauf nehmen, dazu kommen sinkende Exporte in die Industrieländer. Doch die chinesischen Behörden wissen diese Verlangsamung durch gezielte Eingriffe wirksam zu steuern (Senkung der Besteuerung für Vertriebsunternehmen, Förderung von Infrastrukturprojekten, Senkung der Mindestreservesätze für die Banken, Verschrottungsprämien für den Automobilsektor, usw.). In dieser Zeit bildet die Entwicklung der Konsumgewohnheiten in Verbindung mit dem gestiegenen Lebensstandard der Mittelschicht mehr denn je zuvor das Kernstück zur Wiederherstellung des wirtschaftlichen Gleichgewichts. So müssen die Leiden der Eurozone relativiert betrachtet werden. Die durch die steigende Risikoaversion hervorgerufenen üblichen Kapitalbewegungen mögen zwar kurzfristig eine hohe Volatilität bedingen, doch sollten wir die starken Trends der Realwirtschaft nicht aus dem Blick verlieren. Dies gilt auch für die Rohstoffe, deren Preise infolge der weltweiten Konjunkturabkühlung zurückgehen, wobei jedoch die Produktionsbedingungen weiterhin der Schlüssel für die mittelfristigen Aussichten bleiben. Auch Gold – das ultimative Instrument der Risikosteuerung – ist davon betroffen. Für uns dient es zum Schutz vor einer tendenziellen Abwertung der Papierwährungen der überschuldeten Regionen.

Unsere Anlagestrategie bleibt daher weiterhin fest in denselben Überzeugungen verankert, die unser Fondsmanagement seit Beginn dieser Krise bestimmt haben: Sie besteht in einer aktiven Nutzung eines umfassenden Instrumentariums zur Steuerung der Marktrisiken (aktives Fondsmanagement im Hinblick auf Exposure und modifizierte Duration, Übergewichtung von Dollaranlagen, klare Ausklammerung bestimmter Sektoren) und dem nachhaltigen Aufbau von Portfolios, der auf die geografischen Zonen und Anlagenthemen ausgerichtet ist, die mittelfristig die größtmögliche Transparenz aufweisen.

Didier Saint-Georges

Redaktionsschluss: 1. Juni 2012

// ANLAGESTRATEGIE

Devisen : eine Schlüsselvariable der europäischen Finanzkrise

Nachdem sich der Euro über drei Monate in einer Kursspanne von 1,30-1,35 gegenüber dem Dollar behaupten konnte, beginnt er nun wie erwartet, an Wert zu verlieren. Die steigenden Risiken in der Eurozone haben innerhalb eines Monats zu einer Nettoabwertung von 6,58% gegenüber dem Dollar und 8,25% gegenüber dem Yen geführt. Das beträchtliche Exposure von **Carmignac Investissement** und **Carmignac Patrimoine** in den beiden letzteren Währungen hat in erheblichem Maße zur Absicherung der Wertentwicklung beider Fonds beigetragen. Das Ausmaß der

Konjunkturabkühlung in Europa, die Hoffnung auf eine Senkung der Leitzinsen (die deutschen Behörden nehmen im Hinblick auf dieses Thema nun einen etwas agnostischeren Standpunkt ein), das politische Risiko im Zusammenhang mit Griechenland und die Zuspitzung der spanischen Bankenkrise rechtfertigen unsere seit langen bestehende Überzeugung, dass die Abwertung des Euro sich fortsetzen wird. Unsere Portfolios bleiben daher in hohem Maße auf starke Währungen ausgerichtet.

Fixed Income : deutsche und amerikanische Staatsanleihen als sichere Häfen

Im Gegensatz zu den steigenden Refinanzierungszinsen der Länder an der europäischen Peripherie sind deutsche Bundesanleihen und US-Treasuries mit 10-jähriger Laufzeit im Mai auf historisch niedrige Zinssätze von 1,2% bzw. 1,56% gefallen. Unsere Anlagepolitik im Bereich Anleihen mit einer ab Ende März erhöhten modifizierten Duration (bis zu 5,6, 8,8 bzw. 2,5 für **Carmignac Patrimoine**, **Carmignac Global Bond** und **Carmignac Sécurité**) hat von dieser Tendenz profitieren können. Der Kreditmarkt beiderseits des Atlantiks hingegen hat einen Teil des im ersten Quartal

gewonnenen Terrains wieder eingebüßt. Unternehmensanleihen aus Schwellenländern, deren Gewichtung während des vergangenen Monats erhöht wurde, haben sich als stabiler erwiesen, und ihre höheren Renditen haben positiv zur guten Wertentwicklung von **Carmignac Emerging Patrimoine** und **Carmignac Global Bond** im Mai beigetragen (1,38% bzw. 8,48%).

Aktien : starke Turbulenzen im weltweiten Wachstum rechtfertigen unsere zurückhaltende Positionierung

Die Wirkung der Liquiditätsspritzen der EZB (LTRO) auf die Aktienmärkte verlor bereits am Ende des ersten Quartals an Kraft. Die Anzeichen für das Wachstumsdefizit in der Eurozone, die zuerst in dem unter starkem finanziellen Druck stehenden Spanien deutlich wurden (vgl. Editorial), behielten schließlich die Oberhand: Der Eurostoxx 50 gab im Mai um 8,2% nach. Die Unsicherheit in Bezug auf die Erholung der amerikanischen Wirtschaft und die Konjunkturabkühlung in China dämpften den allgemeinen Optimismus, und die Schwellenländer haben einen Großteil ihrer im ersten Quartal erzielten Outperformance gegenüber den europäischen

Märkten wieder eingebüßt. In diesem Umfeld hat der defensive Aufbau der Aktienportfolios mit Schwerpunkt auf Sektoren mit hoher Transparenz und geringem Exposure – falls überhaupt – gegenüber dem europäischen Finanzsektor dazu beigetragen, dass sich die Portfolios im vergangenen Monat gut behaupten konnten. Dank ihrer Reaktionsfähigkeit weisen **Carmignac Grande Europe** und **Carmignac Emergents** am Ende der ersten fünf Monate des Jahres weiterhin eine positive Wertentwicklung von mehr als 7% auf.

Rohstoffe : die späte Rache der Goldtitel

Der Preisrückgang bei den meisten Rohstoffen, der sich seit Ende März abzeichnete, hat im Mai mit der weltweiten Konjunkturabkühlung an Intensität gewonnen (-15% für Brent, -14% für Kupfer in Dollar). Die Gewichtung der industriellen Rohstoffe war in den globalen Portfolios bereits reduziert. **Carmignac Commodities** bildete natürlich eine Ausnahme von diesem Trend. Glücklicherweise konnten die Goldbergbauunternehmen

nach einigen enttäuschenden Monaten schließlich einen Teil ihrer Unterbewertung korrigieren und innerhalb von zwei Wochen um 14% (in Euro) zulegen. Die Verluste von **Carmignac Commodities** konnten zwar begrenzt werden, der Fonds verzeichnete aber dennoch im Mai einen Rückgang um 9,49%.

Dachfonds : Flexibilität nach Bedarf

Die Profils Réactifs profitierten von der insgesamt positiven Wertentwicklung der Gesamtheit unserer Fonds. Ihre bemerkenswerte Entwicklung seit Beginn des Jahres verdanken sie jedoch außerdem einer aktiven, zweckgerichteten Allokation in verschiedenen Anlageklassen. Aufgrund der starken Erhöhung ihrer Positionen in Rentenfonds seit Anfang

des Jahres und des Abbaus der Positionen in Themen mit hohem Beta, insbesondere in Bezug auf Rohstoffe, konnten **Carmignac Profil Réactif 50, 75 und 100** im vergangenen Monat um jeweils 3,70%, 3,36% bzw. 3,64% zulegen.

// FONDSPERFORMANCE

	NAV	2012	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre
Carmignac Investissement A	8 509,97	5,02%	2,04%	22,25%	22,78%
Carmignac Investissement E	129,37	4,72%	1,31%	18,80%	15,55%
<i>MSCI All Countries World Index (Eur)</i>		4,46%	-0,41%	38,28%	-19,23%
Carmignac Grande Europe A	131,48	7,08%	-4,56%	24,87%	-23,93%
Carmignac Grande Europe E	75,66	6,73%	-5,29%	21,97%	-26,50%
<i>Stoxx 600</i>		-1,97%	-14,71%	15,14%	-39,58%
Carmignac Euro-Entrepreneurs	176,19	8,08%	-0,59%	32,21%	-22,21%
<i>Stoxx 200 Small</i>		2,97%	-16,77%	29,71%	-35,16%
Carmignac Emergents A	692,17	7,42%	0,87%	48,90%	-0,69%
Carmignac Emergents E	106,79	6,79%	-	-	-
<i>MSCI Emerging Markets (Eur)</i>		3,83%	-9,78%	34,20%	-2,80%
Carmignac Emerging Discovery A	1 034,93	9,07%	-2,47%	47,33%	-
<i>50% MSCI EM Mid Cap (Eur) + 50% MSCI EM Small Cap (Eur)</i>		7,63%	-12,01%	41,62%	-
Carmignac Commodities A	292,59	-9,06%	-20,85%	27,53%	-11,08%
Carmignac Commodities E	90,26	-9,74%	-	-	-
<i>Indice CARMIGNAC Commodities (Eur)*</i>		-6,25%	-15,78%	19,63%	-13,20%
Carmignac Patrimoine A	5 578,73	6,77%	10,84%	18,80%	42,46%
Carmignac Patrimoine E	142,75	6,57%	10,31%	16,93%	36,72%
<i>50% MSCI AC World Index (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>		4,91%	9,47%	37,46%	19,10%
Carmignac Emerging Patrimoine A	106,45	8,51%	5,42%	-	-
Carmignac Emerging Patrimoine E	106,00	8,23%	5,04%	-	-
<i>50% MSCI EM (Eur) + 50% JPM GBI EM (Eur)</i>		5,11%	-0,52%	-	-
Carmignac Euro-Patrimoine	299,31	8,14%	9,38%	21,77%	0,70%
<i>50% Euro Stoxx 50 + 50% Eonia kapitalisiert</i>		-4,19%	-13,15%	-5,23%	-24,23%
Carmignac Market Neutral A	1 034,48	1,09%	0,10%	0,46%	2,58%
<i>Eonia kapitalisiert</i>		0,15%	0,70%	1,73%	8,86%
Carmignac Profil Reactif 100	167,10	10,96%	10,36%	27,80%	-8,47%
<i>MSCI All Countries World Index (Eur)</i>		4,46%	-0,41%	38,28%	-19,23%
Carmignac Profil Reactif 75	191,85	10,08%	11,20%	22,49%	2,27%
<i>75% MSCI AC World Index (Eur) + 25% Citigroup WGBI (Eur)</i>		4,68%	4,50%	38,20%	0,23%
Carmignac Profil Reactif 50	168,03	8,73%	12,87%	19,57%	12,24%
<i>50% MSCI AC World Index (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>		4,91%	9,47%	37,46%	19,10%
Carmignac Global Bond A	1 172,46	9,96%	23,52%	17,25%	-
<i>JP Morgan GGB</i>		5,58%	20,91%	36,66%	-
Carmignac Securite	1 588,56	2,79%	2,80%	10,56%	24,15%
<i>Euro MTS 1-3 Y</i>		1,06%	1,63%	3,95%	17,38%
Carmignac Cash Plus A	10 772,42	2,24%	3,09%	5,83%	-
<i>Eonia kapitalisiert</i>		0,15%	0,70%	1,73%	-
Carmignac Court Terme	3 749,47	0,30%	0,94%	1,95%	9,19%
<i>Eonia kapitalisiert</i>		0,15%	0,70%	1,73%	8,86%

*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: Morningstar zum 31/05/12.

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) 01 42 86 53 35 - Fax : (+33) 01 42 86 52 10
www.carmignac.fr

CARMIGNAC GESTION LUXEMBOURG
The plaza - 65, boulevard Grande Duchesse Charlotte - L-1331 Luxembourg
Tel : (+352) 46 70 60 1 - Fax : (+352) 46 70 60 30
www.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