

Carmignac views

// LEITARTIKEL

~~Business~~ Crisis as usual

Trotz Krisengipfeln (bisher 19 an der Zahl!) hat sich das Wirtschafts- und Finanzumfeld in der Eurozone immer weiter verschlechtert. Die Lage hat sich in den letzten Wochen sogar noch verschärft und ist mittlerweile bedenklich geworden, da sie eine systemische Bedrohung für die Weltwirtschaft darstellt. Zudem hat die amerikanische Wirtschaft in den letzten Monaten deutliche Anzeichen einer Abschwächung gezeigt. Auch in den Schwellenländern setzt sich der Abschwung fort. In diesem Umfeld setzten wir beim Portfolioaufbau auf unsere langfristigen Überzeugungen; Eckpfeiler unserer Fondsverwaltung war erneut das aktive Risikomanagement. Dadurch gelang es all unseren Fonds, seit Jahresbeginn eine mehr als ansehnliche Performance zu erzielen. Angesichts der Lage in Europa und insbesondere der Anfälligkeit des Bankensystems wird das Finanzrisiko weiter bestehen. Die zentralste Frage, die sich derzeit stellt, lautet: Wie hoch ist das wirtschaftliche Ansteckungsrisiko der europäischen Rezession für den Rest der Welt, insbesondere für die USA und China?

Machen wir uns nichts vor: Da einige Euroländer sich bereits in einer ernsthaften Rezession befinden, steht der Eurozone als Ganzes noch das Schlimmste bevor. Wir halten eine Abwärtskorrektur der Wachstumsprognosen für Frankreich und Deutschland für unausweichlich. Die Prognosen für 2013 wurden bereits nach unten korrigiert, diejenigen für das laufende Jahr jedoch noch nicht. Dürfen wir uns noch ein Wunder von den Krisengipfeln der Regierungschefs der Eurozone erhoffen? Zweifel sind durchaus berechtigt, zumal der politische Zusammenhalt zwischen unseren Regierungschefs auf wackeligen Füßen zu stehen scheint (vgl. das faszinierende Foto der Pressekonferenz des Mini-Gipfels in Rom, das am 23. Juni auf Seite 1 der Financial Times auf Seite 1 prangte). Zwischen den Befürwortern eines schnellen Übergangs zu einem föderalistischen Europa und jenen, die ihre nationale Souveränität



© Le Monde.fr - 30/06/2012.

in vollem Umfang beibehalten möchten, jedoch gleichzeitig eine größere Solidarität zwischen den Ländern sowie eine Teilung der Staatsschulden verlangen, klafft eine tiefe Kluft.

Muss Europa deutscher oder Deutschland europäischer werden? Soll man sich für den Fiskalpakt stark machen und die Reformen vorantreiben, die unsere Gesellschaft in die

Lage versetzen, sich an eine im ständigen Wandel befindliche Welt anzupassen? Oder sollte man dagegen weiter an das illusorische Versprechen eines Wohlfahrtsstaats glauben, der als Beschützer in allen Lagen auftritt und ohne echtes wirtschaftliches Urteilsvermögen interveniert? Mit einer einzigen Zahl lassen sich die Divergenzen bereits verdeutlichen: In den letzten zehn Jahren sind die Lohnstückkosten in Deutschland um 7% angestiegen. Im gleichen Zeitraum stiegen sie in Frankreich und Italien um 30%, in Spanien um 35% und in Griechenland um 42%. Der Wiederaufbau oder vielmehr der Aufbau einer Europäischen Union scheint in noch sehr weiter Ferne zu liegen.

Auf kurze Sicht dürften trotz der Ankündigung neuer Maßnahmen zur direkten

 **CARMIGNAC**
GESTION

Rekapitalisierung (und somit Verstaatlichung) der Banken und zur Verringerung der Refinanzierungskosten der angeschlagenen Staaten weitere Spannungsphasen auf den Finanzmärkten aufkommen, die zu erneuter Risikoaversion führen werden. Gleichzeitig wird sich die wirtschaftliche Lage verschlechtern und unweigerlich zur Senkung der Gewinnprognosen der Unternehmen führen. Daran kann auch eine Zinssenkung der EZB nichts ändern, die Anfang Juli angekündigt werden könnte. Auf längere Sicht könnte die geringe Nachfrage zum Teil durch die anhaltende Euro-Schwäche ausgeglichen werden. Dies gilt vor allem für exportorientierte Unternehmen, auf die unsere europäische Fondsverwaltung glücklicherweise seit Jahresbeginn ihren Schwerpunkt gelegt hat. Trotz allem mahnen diese Faktoren zu Vorsicht und Wachsamkeit. Daher hält unsere globale Fondsverwaltung an ihrem sehr geringen Nettoexposure gegenüber der Eurozone und dem Euro fest.

Daran, dass die Spannungen auf den europäischen Finanzmärkten auf die globalen Märkte übergreifen können, besteht kein Zweifel mehr. Offen bleibt jedoch noch die Frage nach dem Ansteckungsrisiko der Rezession in Europa für die US-Wirtschaft. Jenseits des Atlantiks waren die Konjunkturdaten im Frühjahr deutlich rückläufig. Während der makroökonomische Überraschungsindex am Jahresanfang noch weitgehend positiv war, hat er sich in den letzten Monaten spürbar gedreht. Trotz einer Stabilisierung des Immobiliensektors werden weniger neue Arbeitsplätze geschaffen und die wirtschaftlichen Frühindikatoren verzeichnen eine Trendwende. Zwar waren die Pressemitteilungen der Federal Reserve und ihres Chefs Bernanke von zunehmender Sorge über die Verschlechterung der wirtschaftlichen Lage in Europa geprägt, doch daraus zu schließen, dass die US-Wirtschaft wegen Europa ins Stocken gerät, wäre verfrüht. In Wirklichkeit ist es nicht so dramatisch, wie es aussieht. Die aktuellen Zahlen implizieren nach wie vor ein Wirtschaftswachstum von rund 2%, was unter den derzeitigen Umständen gar nicht mal so schlecht ist. Die Trendwende bei den Frühindikatoren liegt wahrscheinlich in zwei Faktoren begründet: zum einen in dem schwachen Anstieg der realen Einkommen, in dem wir bereits Ende März eine Gefahr für den Konsum sahen, und zum anderen in einer abwartenden Haltung der Unternehmen, was Investitionen und Neueinstellungen in einem unsicheren Fiskalumfeld betrifft (die berühmt berüchtigte „fiskalische Klippe“, die Unternehmen und private Haushalte mit

einer höheren Steuerlast bedroht, was für die Wirtschaft fatal wäre).

Wir möchten diese Befürchtungen etwas entkräften. Zunächst einmal wartet Bernanke wachsam ab. Er hat bereits die Aussicht auf eine Zinserhöhung um ein Jahr (auf Ende 2015) verschoben. Darüber hinaus hat er seine „Operation Twist“ verlängert und sich bereit erklärt, geeignete Maßnahmen zu ergreifen, falls es der Wirtschaftstrend rechtfertigt. Ein neues Ankaufprogramm für Staatsanleihen (QE3) steht also bereit. Was das schwache Einkommenswachstum betrifft, weisen wir lediglich darauf hin, dass der Ölpreis in den letzten Wochen um 25% gesunken ist. Dies wird sich innerhalb weniger Monate positiv auf die Kaufkraft der privaten Haushalte auswirken. Schließlich steht noch das mögliche Auslaufen der Steuerleichterungen aus der Bush-Ära an. Wir glauben, dass sich Republikaner und Demokraten rechtzeitig über eine Fristverlängerung einigen können. Wenn es ein Land gibt, das es sich erlauben kann, bei der Sanierung der Staatsfinanzen auf Zeit zu spielen („kick the can“), dann sind es die USA. Angesichts dieses Szenarios ist bei Investitionen auf kurze Sicht Vorsicht angebracht. Dafür sprechen durchwachsene Gewinnprognosen und mögliche negative Überraschungen in der bevorstehenden Berichtssaison. Andererseits dürften die angemessenen Bewertungen und die Liquidität, die trotz des schwachen globalen Wachstums weiterhin reichlich vorhanden sein wird, den US-Markt stützen - sofern Europa keinen Strich durch die Rechnung macht.

Die Schwellenländer tragen ihren Teil zu dieser globalen Wachstumsabkühlung bei. Vergessen wir nicht, dass ein zu schnelles Wachstum die meisten dieser Länder unter Inflationsdruck gesetzt hatte, den es einzudämmen galt. Heute zeigt sich die Lage uneinheitlich. Vorsichtig bleiben wir aus unterschiedlichen Gründen gegenüber Brasilien und Indien. Brasilien verzeichnete ein übermäßig hohes Kreditwachstum und steht nun vor einer Mini-Subprime-Krise (die jedoch in keiner Weise mit der Subprime-Krise der großen US-Schwester zu vergleichen ist) und Staatspräsidentin Dilma Rousseff lässt mit den notwendigen Reformen auf sich warten. Allerdings gibt es noch einen bedeutenden geldpolitischen Handlungsspielraum. Wird dieser ausgeschöpft, könnte sich die Korrektur des immer noch überbewerteten Real fortsetzen. In Indien mahnen uns die Unfähigkeit des Landes, Reformen durchzuführen, die anhaltende Inflation sowie der schlechte Start des Monsuns auf kurze

Sicht weiter zur Vorsicht.

In China ist die Konjunkturabkühlung zwar offensichtlich, scheint uns jedoch unter Kontrolle zu sein. Die Immobilienverkäufe erholen sich und in ländlichen Gegenden wurde eine Schrottpremie für den Automobilsektor eingeführt. Es handelt sich um ein gezieltes Maßnahmenpaket, das neben der ersten Zinssenkung, die im Verlauf des Monats erfolgte, geschnürt wurde. Die jüngsten Wirtschaftsdaten bestätigen eine schrittweise Verbesserung des Wachstums, das sich für 2012 auf rund 8% einpendeln und im kommenden Jahr wohl etwas darunter liegen dürfte. Dieses Umfeld hat die Anleger nervös gemacht. Möglicherweise ist diese Nervosität übertrieben, da die chinesische Regierung während der strukturellen Verlangsamung des Wirtschaftswachstums zum einen immer Herr der Lage bleibt und zum anderen über einen so großen Handlungsspielraum verfügt wie sonst kein Land auf der Erde. Vor allem scheinen sich trotz einer politischen Übergangsphase die Reformbemühungen, insbesondere im Finanzsektor, bereits zu beschleunigen.

Kurzfristig kann man nur schwer mit seinem Portfolio zufrieden sein, egal welche Aktienallokation gewählt wurde. Eine Outperformance der Schwellenländer gegenüber den Industrieländern ist aufgrund der möglichen Ausbreitung der Spannungen auf den europäischen Finanzmärkten auf die weltweiten Märkte ungewiss. Die Rohstoffpreise sind gefallen, doch die Bergbaugesellschaften setzen ihre Investitionstätigkeit fort. Die „defensivsten“ Sektoren scheinen hoch bewertet, doch die Unternehmen der zyklischsten Sektoren haben mit schrumpfenden Auftragsbüchern zu kämpfen. Die langfristigen Aussichten sind weiterhin eindeutig und sprechen für ein Wachstum und eine Verbesserung des Lebensniveaus in den Schwellenländern. Wir müssen daher unsere Allokationen weiter auf diese mittelfristigen Aussichten ausrichten und gleichzeitig die kürzerfristigen Risiken steuern. Leider kann ich Ihnen keinen krisenfreien Sommer versprechen, doch ich versichere Ihnen, dass wir alles tun werden, was in unserer Macht steht, um Ihr Vermögen zu schützen.

Eric Le Coz

Redaktionsschluss: 30. Juni 2012

Devisen : die Einheitswährung muss noch weiter abwerten

Nach dem Mai, in dessen Verlauf der Euro angesichts der starken Verschlechterung des Wirtschafts- und Finanzumfelds in der Eurozone deutlich an Wert eingebüßt hatte, konnte sich die Einheitswährung im Juni, hauptsächlich nach dem EU-Gipfel am Ende des Monats, wieder leicht erholen. Wir halten den Euro nach wie vor für anfällig. Einerseits ist er durch die Fortsetzung und Verschärfung der wirtschaftlichen Lage in Europa gefährdet und andererseits dienen der US-Dollar und der Yen bei Spannungen auf den Finanzmärkten der Eurozone als sichere Häfen und werden in unseren Fonds als Instrumente zur Risikosteuerung eingesetzt. Folglich haben wir unsere sehr hohe Gewichtung im US-Dollar und unsere

etwas geringere Gewichtung im Yen in unseren Fonds **Carmignac Investissement**, **Carmignac Patrimoine** und **Carmignac Global Bond** beibehalten.

Darüber hinaus macht die Abschwächung des globalen Wachstums die Schwellenländer und somit auch deren Währungen etwas anfällig. Daher haben wir beschlossen, das Exposure gegenüber den gefährdetsten Währungen wie dem Rubel, dem mexikanischen Peso und dem brasilianischen Real in unseren Fonds **Carmignac Emerging Patrimoine** und **Carmignac Emergents** teilweise abzusichern.

Fixed Income : weiter Vorsicht in der Eurozone geboten

Die deutschen Staatsanleihen, in denen Anleihen Anleger in einem schwierigen europäischen Umfeld bislang bevorzugt Zuflucht gesucht haben, sind unter Druck geraten. Gründe hierfür sind die Angst vor einer Teilung der europäischen Staatsschulden oder zumindest einem höheren finanziellen Beitrag Deutschlands zur Rettung der europäischen Peripheriestaaten. Daher haben wir Anfang des Monats unser Exposure gegenüber den Bundesanleihen durch den Verkauf entsprechender Futures neutralisiert. Das war eine gute Entscheidung, denn die Rendite der 10-jährigen deutschen Bundesanleihen ist im Monatsverlauf von

1,20% auf 1,58% gestiegen, während die Rendite der 10-jährigen US-Statsanleihen, deren Gewichtung wir beibehalten haben, unverändert bei 1,56% liegt.

In Europa werden wir auch noch in den kommenden Wochen Vorsicht walten lassen und Staatsanleihen, abgesehen von deutschen und amerikanischen Papieren, weiter meiden. Am Ende des Berichtszeitraums betrug die modifizierte Duration der Fonds **Carmignac Patrimoine**, **Carmignac Emerging Patrimoine**, **Carmignac Global Bond** und **Carmignac Sécurité** 4,5, 6,3, 5,5 bzw. 1,4.

Aktien : Achtung vor den Gewinnrevisionen der Analysten!

Im Juni haben sich die weltweiten Märkte erholt und den Monat mit einem Plus von etwa 4% am letzten Tag beendet. Aus den im Editorial des Briefes erläuterten Gründen konnten wir aufgrund unserer sehr vorsichtigen Positionierung nicht von diesem unerwartet wiederaufkommenden Optimismus profitieren. Ungeachtet dieses (vorübergehenden?) Rückgangs der Risikoscheu wird die gleichzeitige Abkühlung der Weltwirtschaft bei den Gewinnprognosen zu Abwärtskorrekturen führen. Zwar kann man mit hinreichender Wahrscheinlichkeit davon ausgehen, dass ein Teil dieser Abwärtskorrekturen bereits in den Kursen eingepreist ist, doch wir

tendieren dennoch dazu, den Beginn der Berichtssaison für das Quartal abzuwarten, bevor wir unsere Positionierung ändern.

In einem anhaltend ungewissen und anfälligen Umfeld halten wir es stets für ratsam, die Mischfonds der „Patrimoine“-Palette zu bevorzugen. Die Wertentwicklung der drei Fonds dieser Palette -**Carmignac Emerging Patrimoine**, **Carmignac Patrimoine** und **Carmignac Euro-Patrimoine** - beträgt seit Jahresbeginn 8,6%, 3,8% bzw. 6,4%.

Rohstoffe : der kurzfristige Rückgang täuscht über den langfristigen Trend hinweg

Die OPEC-Länder überschreiten weiter ihre Förderquoten und die Internationale Energieagentur hat ihre Nachfrageprognosen deutlich gesenkt. Daraufhin sank der Ölpreis allein im vergangenen Monat um 25%. Dieser Preisverfall hat sich vor allem negativ auf den Sektor, die Mid Caps und die Öldienstleistungen ausgewirkt.

Profitieren dürften von dem Rückgang der Energiepreise dagegen die Metall- und insbesondere die Goldproduzenten, deren steigende Produktionskosten uns Sorgen bereiteten. Im Juni zeigte der Sektor erneut eine Outperformance und einige Übernahmen bestätigten die attraktiven

Bewertungen.

Der Metallsektor scheint immer noch gegenüber den Daten aus China anfällig zu sein. Wir halten auf jeden Fall die kurzfristige Einschätzung des Marktes für möglicherweise zu pessimistisch. Schließlich will die chinesische Regierung bedeutende Infrastrukturprojekte vorantreiben. Überdies hat das Bergbauunternehmen Rio Tinto seine optimistische Langfristprognose bekräftigt und den umfassenden Ausbau seiner Eisenerzproduktion in Westaustralien bestätigt

Dachfonds : Kann man im derzeitigen Umfeld zu vorsichtig sein?

Die Wertentwicklung der Dachfonds wurde durch den sprunghaften Anstieg der Märkte am letzten Tag des Monats beeinträchtigt. Wir dagegen hielten bis zum 19. EU-Gipfel seit Ausbruch der Krise an unserer defensiven Positionierung fest. Hat sich die Situation nach dem Gipfel wirklich geändert? Zum Redaktionszeitpunkt ist es zwar noch zu früh, um eine Aussage zu treffen, aber sicher davon ausgehen kann man nicht.

Angesichts der weltweiten Konjunkturabkühlung wird die wirtschaftliche Lage (und nicht nur die der Finanzmärkte) der Eurozone den ganzen Sommer über besorgniserregend bleiben. Die Outperformance unserer Fonds gegenüber ihren Referenzindizes ist immer noch ansehnlich. Daher sind wir derzeit lieber übervorsichtig als blind optimistisch.

// FONDSPERFORMANCE

	NAV	2012	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre
Carmignac Investissement A EUR/acc	8 279,45	2,17%	0,41%	23,73%	17,63%
Carmignac Investissement E EUR/acc	125,75	1,79%	-0,33%	20,83%	10,69%
<i>MSCI All Countries World Index (Eur)</i>		6,60%	4,32%	40,86%	-16,92%
Carmignac Grande Europe A EUR/acc	134,63	9,64%	0,92%	28,93%	-21,83%
Carmignac Grande Europe E EUR/acc	77,41	9,20%	0,13%	25,91%	-24,50%
<i>Stoxx 600</i>		2,71%	-7,95%	22,03%	-36,20%
Carmignac Euro-Entrepreneurs A EUR/acc	177,95	9,16%	3,33%	35,89%	-20,24%
<i>Stoxx 200 Small</i>		6,18%	-11,13%	35,99%	-30,92%
Carmignac Emergents A EUR/acc	695,56	7,95%	2,06%	52,46%	-3,41%
Carmignac Emergents E EUR/acc	107,21	7,21%	-	-	-
<i>MSCI Emerging Markets (Eur)</i>		4,63%	-6,57%	36,09%	-5,86%
Carmignac Emerging Discovery A EUR/acc	1 021,91	7,70%	-0,51%	44,02%	-
<i>50% MSCI EM Mid Cap (Eur) + 50% MSCI EM Small Cap (Eur)</i>		7,67%	-9,41%	40,92%	-
Carmignac Commodities A EUR/acc	281,21	-12,60%	-20,23%	29,75%	-15,38%
Carmignac Commodities E EUR/acc	86,70	-13,30%	-	-	-
<i>Index CARMIGNAC Commodities (Eur)*</i>		-4,60%	-11,53%	26,55%	-14,13%
Carmignac Patrimoine A EUR/acc	5 425,72	3,85%	8,03%	17,14%	38,20%
Carmignac Patrimoine E EUR/acc	138,76	3,59%	7,49%	15,37%	32,58%
<i>50% MSCI AC World Index (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>		4,66%	11,00%	36,34%	19,86%
Carmignac Emerging Patrimoine A EUR/acc	106,80	8,87%	6,92%	-	-
Carmignac Emerging Patrimoine E EUR/acc	106,27	8,51%	6,54%	-	-
<i>50% MSCI EM (Eur) + 50% JPM GBI EM (Eur)</i>		7,04%	2,87%	-	-
Carmignac Euro-Patrimoine A EUR/acc	294,50	6,41%	9,59%	22,43%	2,15%
<i>50% Euro Stoxx 50 + 50% Eonia kapitalisiert</i>		-1,03%	-10,12%	-1,14%	-21,64%
Carmignac Market Neutral A EUR/acc	1 010,90	-1,22%	-0,72%	-1,05%	-0,24%
<i>Eonia kapitalisiert</i>		0,18%	0,63%	1,69%	8,55%
Carmignac Profil Reactif 100 A EUR/acc	164,46	9,21%	9,68%	28,70%	-10,06%
<i>MSCI All Countries World Index (Eur)</i>		6,60%	4,32%	40,86%	-16,92%
Carmignac Profil Reactif 75 A EUR/acc	188,76	8,31%	10,52%	23,07%	0,60%
<i>75% MSCI AC World Index (Eur) + 25% Citigroup WGBI (Eur)</i>		5,63%	7,70%	38,92%	1,98%
Carmignac Profil Reactif 50 A EUR/acc	164,43	6,40%	11,14%	18,41%	10,06%
<i>50% MSCI AC World Index (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>		4,66%	11,00%	36,34%	19,86%
Carmignac Global Bond A EUR/acc	1 148,40	7,70%	23,02%	17,07%	-
<i>JP Morgan GGB</i>		2,70%	18,38%	31,59%	-
Carmignac Securite A EUR/acc	1 586,29	2,64%	2,73%	9,63%	23,96%
<i>Euro MTS 1-3 Y</i>		1,32%	1,84%	3,93%	17,46%
Carmignac Cash Plus A EUR/acc	10 773,28	2,25%	2,92%	5,96%	-
<i>Eonia kapitalisiert</i>		0,18%	0,63%	1,69%	-
Carmignac Court Terme A EUR/acc	3 750,51	0,33%	0,88%	1,91%	8,91%
<i>Eonia kapitalisiert</i>		0,18%	0,63%	1,69%	8,55%

*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) und 5% MSCI ACWF Food (Eur).

Quelle: Morningstar zum 29/06/12.

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 Luxembourg B 67549