



VON DIDIER SAINT-GEORGES

Mitglied des Investmentkomitees

Die in den letzten beiden Monaten veröffentlichten Wirtschaftsstatistiken in Europa, Japan, China und sogar den USA bestätigen bis dato das Fazit unserer letzten Analyse bzw. dem Carmignac's Note vom 3. Oktober („Was uns beschäftigt“).

In jeweils unterschiedlichem Maße zwingen die schwache Nachfrage und die daraus resultierenden niedrigen Preise und geringen Investitionen die großen Zentralbanken, ihre Maßnahmen fortzusetzen und das einzige ihnen zur Verfügung stehende Instrument zu nutzen: die Versorgung mit Liquidität. Der plötzliche Einbruch an den Aktienmärkten Anfang Oktober, der umgehend von den europäischen Zentralbanken und der Bank of Japan korrigiert wurde, verdeutlicht dies. Wie der Kanarienvogel in der Kohlengrube, warnt diese plötzlich aufkommende Besorgnis davor, dass Gefahr im Verzug ist. Diese Gefahr besteht in einer wachsenden Spannung zwischen den vereinten Anstrengungen der Zentralbanken („whatever it takes“ von Tokio bis Frankfurt) einerseits

*„Die niedrigen Rohstoffpreise, allen voran die Energiepreise, zeugen von dieser schwachen weltweiten Nachfrage.“*

und den zugleich wahrnehmbaren Grenzen ihrer tatsächlichen Fähigkeit, einer sehr schwachen Konjunktur entgegenzuwirken („whatever they do“).

Sicherlich, es gibt zahlreiche Länder, deren geldpolitische Bemühungen mittelfristig durchaus ermutigende Perspektiven bieten: Dies gilt für die Vereinigten Staaten, in Asien für Indien, die Philippinen und China, in Lateinamerika für Mexiko, Peru und Kolumbien und in Europa für Spanien und Irland. Dennoch sind wir mit Blick auf das Jahr 2015 der Ansicht, dass der Druck, der auf der weltweiten Konjunktur lastet, unterschätzt wird und den Nährboden für eine erneute Volatilität bieten könnte. Diese Einschätzung ist der Grund für das Festhalten an unserer Anlagestrategie. Zur Erinnerung: Diese Strategie basiert auf dem Aufbau eines Gesamtportfolios, das sehr gezielt auf Wachstumswerte mit hoher Transparenz und auf US-Dollarwerte sowie auf eine sehr aktive Steuerung der Aktien- und Anleihenexposures setzt.

**Das Verhalten an den Märkten bestätigt bislang unsere Einschätzung, der zufolge die Welt dauerhaft mit den Auswirkungen globaler deflationärer Tendenzen konfrontiert sein wird**

Die wichtigsten Aktienmärkte haben sich mittlerweile rasch von den meisten, zu Ende des Sommers verzeichneten Wertverlusten erholt. Bei näherer Betrachtung ist jedoch festzustellen, dass dieser neu aufgelebte Optimismus bloße Fassade ist. Seit dem Tief vom 16. Oktober haben sich die wenig riskanten Qualitätswerte, die wir in unseren Anlageanalysen zu den bei

Konjunkturabschwächungen geeigneten Werten zählen, besser entwickelt als die zyklischen Werte und die Werte minderer Qualität. So verharrt etwa die Underperformance der Industriewerte gegenüber den Pharmawerten



© Thinkstock

insgesamt gesehen seit 2011 bis heute auf ihrem Tiefstand. Gleichzeitig ging die Rendite deutscher Staatsanleihen innerhalb von zwei Monaten von 1% weiter zurück auf weniger als 0,70%, was die Attraktivität eines solchen Zufluchts werts verdeutlicht. Dieses Marktverhalten sollte nicht überraschen, da die belastenden makroökonomischen Tendenzen unverändert bleiben: Der von der OECD für die G7-Staaten angegebene Konjunkturfrühindikator fällt kontinuierlich seit Anfang des Jahres und der ISM-Einkaufsmanagerindex entwickelt sich ebenfalls rückläufig. Die niedrigen Rohstoffpreise, allen voran die Energiepreise, zeugen von dieser schwachen weltweiten Nachfrage.

## Die Dynamik der wirtschaftlichen Erholung in den USA hat auch ihre Schattenseiten

Die Widerstandsfähigkeit der US-Wirtschaft ist entscheidend für das weltweite und insbesondere das europäische Wachstum. Und die relative Performance der US-Wirtschaft war bis heute ein Segen für die restliche Welt. Aber trotz verbesserter offizieller Einschätzungen des BIP-Wachstums im dritten Quartal trägt der kraftvolle Eindruck und es treten verschiedene Schwachpunkte zutage, die uns am Beschleunigungspotenzial zweifeln lassen. Denn das künftige Wachstum des Konsums in den USA wird nunmehr durch verschiedene ungünstige Faktoren eingeschränkt: eine Stagnation der realen Einkommen, ein historisch

*„Es scheint uns zu optimistisch, allein auf die Geldschöpfung zu setzen, um die Dynamik des europäischen Wachstums anzukurbeln.“*

hohes Volumen an Verbraucherkrediten, die die verfügbaren Einkommen belasten, ein beginnender Anstieg der Lebensmittelpreise sowie der Mieten und Sparzinsen, die kaum niedriger sein könnten. Das Wachstumspotenzial im Investitionsbereich wird bereits jetzt, nach einem eher zögerlichen Anstieg, durch eine bröckelnde Nutzung der Produktionskapazitäten und nicht weiter steigende Gewinnmargen der Unternehmen gebremst. In dieser Situation ist es unangebracht, eine bevorstehende „Wende“ der amerikanischen Wirtschaft anzukündigen. Vielmehr ist darauf hinzuweisen, dass die Gefahr einer Enttäuschung unserer Ansicht nach heute allgemein gerne unterschätzt wird. Ein weiteres Ansteigen des US-Dollars im Jahr 2015 würde natürlich zusätzlich den weiteren Anstieg der Gewinnmargen der US-amerikanischen Unternehmen bremsen.

## Europa steht noch ganz am Anfang eines langen Weges

Die Einsicht, dass ihre nationalen Wirtschaftssysteme unbedingt reformiert werden müssen, um die Aussicht auf

ein langfristiges Wachstum zu erhöhen, ist sowohl bei Matteo Renzi als auch bei Manuel Valls zu begrüßen. Renzi ist gerade dabei, seine Arbeitsmarktreform gesetzlich zu verankern („Jobs Act“), während Valls seine Reform gerade vorbereitet („Loi Macron“). Allerdings kommt dieser Reformeifer reichlich spät. Die Auswirkungen dieser Reformen können sich frühestens in einigen Jahren bemerkbar machen. Indessen verlangsamt sich das nominale Wachstum in der Eurozone – trotz der in einigen Ländern bereits erzielten Fortschritte – seit nunmehr fast zwölf Monaten. Mario Draghi wird vielleicht dafür sorgen können, dass der Eurokurs und die Finanzierungskosten der Banken weiter sinken und den Zusammenbruch der Inflationserwartungen eindämmen können. Das wäre bereits eine Leistung. Aber solange sich der Konsum und die Investitionen nicht erholen, scheint es uns zu optimistisch, allein auf die Geldschöpfung zu setzen, um die Dynamik des europäischen Wachstums zu beleben. In dieser Hinsicht kann Japans Misserfolg als Negativbeispiel dienen.

## Japan, ein Lehrstück für die Tücken im Kampf gegen die Deflation

Nach achtzehn Monaten „quantitativer Lockerung“ dürfte die Erhöhung der MwSt. von 5% auf 8% ausgereicht haben, um die japanische Wirtschaft wieder in die Rezession zu ziehen. Damit bestätigt sich letztendlich, dass ein Wiederanstieg der Inflationszahlen und ein gesunkener Währungskurs allein nicht ausreichen können, um dauerhaft ein reales Wachstum sicherzustellen, wenn nicht gleichzeitig die Nachfrage gestützt wird. Die Schwierigkeiten Japans zeigen, wie groß die Herausforderung ist, mit denen die Industrieländer in unterschiedlichem Maße konfrontiert sind: Belebung einer Nachfrage, die zäh auf ihrer abwartenden Haltung und ihren Sparpolstern verharrt, seitdem die lange Jahre praktizierte Überschuldung mit der Kreditkrise des Jahrhunderts bezahlt wurde. Aber Japan bietet den Vorteil, dass die Zentralbank weiter an ihrer Entschlossenheit festhält, auch wenn ihre Bilanzsumme bereits 60% des japanischen BIP ausmacht. Demgegenüber ist festzustellen, dass die vermeintliche Abwehrwaffe, auf die Mario Draghi heute nach sechs Jahren Krise setzt, bei richtiger Handhabung die Bilanzsumme der europäischen Zentralbank lediglich auf 30% des BIP der Eurozone erhöhen würde.

## Kontrollierte Verlangsamung in China

Die von den chinesischen Behörden im November angekündigte Senkung

der Zinssätze bestätigt sowohl den anhaltenden Druck auf das Wachstum und die Preise als auch die Entschlossenheit der Regierung, die Abschwächung der Wirtschaft zu kontrollieren. Der langfristige Kurs der chinesischen Wirtschaft wird weiter gestärkt durch die Auswirkung tiefgreifender Reformen, sodass das Land auch weiterhin für Investitionen in Frage kommt. Es bietet unserer Ansicht nach sogar viele Chancen, insbesondere durch den heimischen Aktienmarkt (A-Aktien) mit zahlreichen Dienstleistungsunternehmen mit hoher Transparenz. Vorerst jedoch haben die Bekämpfung der Korruption, die Einschränkung des „Shadow Banking“ sowie der Einbruch der Immobilienpreise eine stark bremsende Wirkung auf das Wachstum, worunter vor allem die Lieferstaaten Chinas leiden.

Die Tiefe der Aktienmärkte hat sich in den letzten Monaten enorm verringert, d. h. der Anteil der Werte, die sich besser entwickeln als ihr jeweiliger Referenzindikator, hat erheblich abgenommen. Dieses Phänomen, von dem eher die europäischen als die amerikanischen Märkte betroffen sind, ist nicht ungefährlich. Es äußert sich in der Verknappung überzeugender Anlagemöglichkeiten. Es erfordert eine ganz genaue Auswahl der Werte und unterstreicht, angesichts unserer Sorge um die schwache Wirtschaftskonjunktur, die Bedeutung der Aufteilung des Vermögens und des Risikomanagements, damit eine zufriedenstellende Performance erreicht wird.

*Der Bericht wurde am 1. Dezember 2014 fertiggestellt*



## DEVISEN

Der Euro ist im November gegenüber dem US-Dollar weiter gefallen. Der Kurs des Euros gegenüber dem US-Dollar ist von 1,38 Anfang des Jahres auf 1,25 im November gesunken. Diese kontinuierliche Abwärtsentwicklung seit Juni trug erheblich zur Wertentwicklung unserer Fonds bei. Aufgrund der unterschiedlichen geldpolitischen Strategien und Konjunkturdaten beiderseits des Atlantiks wird sich dieser Trend im Jahr 2015 wahrscheinlich fortsetzen. Daher setzen wir bei unserer Währungsstrategie nach wie vor auf den US-Dollar. Die andere wichtige Entwicklung in diesem Monat war der Kursrückgang des Yens vor dem Hintergrund der Erhöhung des quantitativen Lockerungsprogramms der Bank of Japan. Während dieser Anpassungsphase neutralisierten wir zeitweilig unser Exposure in der japanischen Währung. Allerdings rechnen wir mit einer bevorstehenden Stabilisierung, bei der die negativen Auswirkungen eines schwachen Yens auf die Kaufkraft der Haushalte und die Beschaffungskosten der KMU nach und nach die positiven Auswirkungen auf die Inflationserwartungen ausgleichen werden.



## ANLEIHEN

Die Währungshüter der EZB sprechen weiterhin von der Möglichkeit, auf neue Instrumente zu setzen, um die Inflationserwartungen in der Eurozone zu festigen. Die Aussicht auf ein quantitatives Lockerungsprogramm, das die Staatsanleihen der Mitgliedsländer der Währungsunion umfasst, wird realistischer. In diesem Zusammenhang setzen wir auf weiter konvergierende Renditespannen zwischen den deutschen Anleihen und den Anleihen der Peripherieländer, was uns veranlasst, unsere Positionen in letzteren beizubehalten. Im Monatsverlauf sind die Zinssätze für 10-jährige spanische Anleihen auf unter

2% gesunken. Dagegen sind die langfristigen US-Zinssätze weniger stark gefallen. Bei den amerikanischen Rentenpapieren verfolgen wir weiter eine ausgewogene und flexible Strategie, um von einer Abflachung der Zinskurve vor dem Hintergrund einer schrittweisen Normalisierung der amerikanischen Währungspolitik zu profitieren. Daher haben wir die modifizierte Duration unserer Fonds im Monatsverlauf leicht erhöht.



## AKTIEN

Dank unserer Verringerung des Aktienexposures ab Ende August konnten wir die im September und Oktober verzeichnete Volatilitätsspitze infolge des Endes der quantitativen Lockerungspolitik der US-amerikanischen Zentralbank auffangen. Seitdem haben sich die Aktienmärkte mit starken geografischen Unterschieden wieder erholt. Erwähnenswert sind im November die glänzende Performance Japans (Anstieg von etwa 6%) und die solide Performance Europas (mehr als 3%), dies belegt, dass die Zentralbanken das Geschehen an den Aktienmärkten immer noch entscheidend beeinflussen. Die Entwicklung auf den Schwellenländermärkten war sehr heterogen: In Indien setzte sich der positive Trend fort, während der russische Markt weiter unter den geopolitischen Spannungen und dem gesunkenen Rohölpreis leidet. Wir setzen weiter auf das Thema strukturelles Wachstum, das hohe Transparenz bietet, und meiden zyklische Werte, die von einem beschleunigten Wachstum abhängen. So haben wir im Monatsverlauf Positionen in den beiden amerikanischen Unternehmen Visa und Mastercard eröffnet: diese Gesellschaften, die wegen ihrer Kreditkartengeschäfte zu Unrecht als konjunkturabhängig gelten, sind tatsächlich im Wesentlichen Anbieter von Zahlungslösungen mit starker wiederkehrender Tätigkeit. Sie sind an der Entwicklung von Zahlungslösungen für das iPhone von Apple beteiligt, ein vielversprechender Bereich. Außerdem stockten wir unsere

Pharmawerte weiter auf, indem wir eine Position in Shire eingingen, und profitierten dabei von dem augenblicklichen Kursrückgang aufgrund der nicht zustande gekommenen Übernahme der Unternehmensgruppe durch den amerikanischen Konzern AbbVie. Schließlich erhöhten wir im Monatsverlauf unser Aktienexposure, um wieder eine ausgewogenere Aufteilung gegenüber unserer starken Untergewichtung von Anfang Oktober zu erreichen.



## ROHSTOFFE

Dank der stark vom Referenzindex abweichenden Positionierung des Carmignac Portfolio Commodities konnte der Fonds die in den letzten Monaten verzeichnete Verlustphase im Rohstoffbereich überwinden. So stockten wir die Rohölwerte auf, die sich auch bei darniederliegenden Erdölpreisen dank ihrer Kostenstruktur behaupten. Dies gilt vor allem für unsere Position in Suncor Energy, einem kanadischen Unternehmen, das Ölsand fördert.



## DACHFONDS

Unsere Dachfonds verzeichneten über den Monat eine positive Performance. Die Erhöhung unseres Aktienexposure auf ein Niveau nahe der Höchstmarke ermöglichte es diesen Fonds, einen wesentlichen Teil des Aufschwungs an den Märkten mitzunehmen.

## FONDS PERFORMANCE

	NAV	2014	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre
<b>Carmignac Investissement A EUR acc</b>	<b>1 100,71</b>	<b>9,15%</b>	<b>10,85%</b>	<b>34,82%</b>	<b>48,49%</b>
<i>MSCI AC World NR (Eur)</i>	-	17,39%	18,00%	59,26%	81,72%
<b>Carmignac Portfolio Grande Europe A EUR acc</b>	<b>172,03</b>	<b>9,46%</b>	<b>10,03%</b>	<b>42,78%</b>	<b>45,39%</b>
<i>Stoxx 600 NR (Eur)</i>	-	8,59%	9,71%	52,80%	53,38%
<b>Carmignac Euro-Entrepreneurs A EUR acc</b>	<b>252,58</b>	<b>5,85%</b>	<b>9,00%</b>	<b>57,30%</b>	<b>66,04%</b>
<i>Stoxx 200 Small NR (Eur)</i>	-	3,40%	5,64%	57,54%	69,12%
<b>Carmignac Emergents A EUR acc</b>	<b>772,59</b>	<b>8,96%</b>	<b>8,10%</b>	<b>20,76%</b>	<b>50,21%</b>
<i>MSCI Emerging Markets NR (Eur)</i>	-	13,34%	10,37%	22,58%	33,15%
<b>Carmignac Portfolio Emerging Discovery A EUR acc</b>	<b>1 204,86</b>	<b>12,05%</b>	<b>11,42%</b>	<b>30,34%</b>	<b>48,10%</b>
<i>50% MSCI EM SmallCaps NR (Eur) + 50% MSCI EM MidCaps NR (Eur)</i>	-	13,65%	11,46%	29,13%	38,19%
<b>Carmignac Portfolio Commodities A EUR acc</b>	<b>280,32</b>	<b>5,44%</b>	<b>7,24%</b>	<b>-13,52%</b>	<b>3,81%</b>
<i>Carmignac Commodities Index*</i>	-	-1,56%	-0,83%	-3,62%	8,48%
<b>Carmignac Patrimoine A EUR acc</b>	<b>613,33</b>	<b>7,55%</b>	<b>8,49%</b>	<b>19,97%</b>	<b>27,43%</b>
<i>50% MSCI AC World NR (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>	-	14,05%	13,31%	31,50%	53,28%
<b>Carmignac Portfolio Emerging Patrimoine A EUR acc</b>	<b>104,70</b>	<b>7,98%</b>	<b>6,45%</b>	<b>8,47%</b>	<b>-</b>
<i>50% MSCI EM NR (Eur) + 50% JP Morgan GBI EM Global diversified</i>	-	12,07%	9,62%	17,96%	-
<b>Carmignac Euro-Patrimoine A EUR acc</b>	<b>303,98</b>	<b>0,02%</b>	<b>0,08%</b>	<b>11,20%</b>	<b>18,13%</b>
<i>50% EuroStoxx 50 NR (Eur) + 50% Eonia kapitalisiert</i>	-	3,67%	4,14%	22,62%	13,47%
<b>Carmignac Profil Réactif 100 A EUR acc</b>	<b>188,62</b>	<b>5,53%</b>	<b>6,22%</b>	<b>28,19%</b>	<b>38,39%</b>
<i>MSCI AC World NR (Eur)</i>	-	17,39%	18,00%	59,26%	81,72%
<b>Carmignac Profil Réactif 75 A EUR acc</b>	<b>209,00</b>	<b>5,54%</b>	<b>5,73%</b>	<b>22,84%</b>	<b>30,13%</b>
<i>75% MSCI AC World NR (Eur) + 25% Citigroup WGBI (Eur)</i>	-	15,73%	15,68%	45,05%	67,56%
<b>Carmignac Profil Réactif 50 A EUR acc</b>	<b>173,01</b>	<b>5,45%</b>	<b>5,17%</b>	<b>14,83%</b>	<b>21,03%</b>
<i>50% MSCI AC World NR (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>	-	14,06%	13,32%	31,52%	53,30%
<b>Carmignac Portfolio Global Bond A EUR acc</b>	<b>1 217,58</b>	<b>11,89%</b>	<b>12,65%</b>	<b>20,66%</b>	<b>34,08%</b>
<i>JP Morgan Global Government Bond (Eur)</i>	-	11,68%	9,19%	6,62%	27,62%
<b>Carmignac Sécurité A EUR acc</b>	<b>1 700,65</b>	<b>1,95%</b>	<b>2,20%</b>	<b>11,30%</b>	<b>14,49%</b>
<i>Euro MTS 1-3 Jahre</i>	-	1,77%	1,69%	9,81%	9,47%
<b>Carmignac Portfolio Capital Plus A EUR acc</b>	<b>1 165,21</b>	<b>2,10%</b>	<b>2,29%</b>	<b>11,17%</b>	<b>14,65%</b>
<i>Eonia kapitalisiert</i>	-	0,10%	0,12%	0,48%	1,79%
<b>Carmignac Court Terme A EUR acc</b>	<b>3 767,35</b>	<b>0,18%</b>	<b>0,20%</b>	<b>0,86%</b>	<b>2,19%</b>
<i>Eonia kapitalisiert</i>	-	0,10%	0,12%	0,48%	1,79%

\* 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 ACWI Chemicals NR (EUR) seit dem 01/07/2013. Jährliche Anpassung seit dem 01/01/2012.

Quelle : Carmignac Gestion zum 28/11/2014.

Wertentwicklungen der Vergangenheit lassen keine Rückschlüsse auf zukünftige Wertverläufe zu. Die Kosten sind in den Wertentwicklungen enthalten. Dieses Dokument darf ohne vorherige Genehmigung der Verwaltungsgesellschaft weder ganz noch teilweise reproduziert, verbreitet oder weitergegeben werden. Es stellt weder ein Zeichnungsangebot noch eine Anlageberatung dar. In diesem Dokument enthaltene Informationen können unvollständig sein und ohne Vorankündigung geändert werden. Für bestimmte Personen oder Länder kann der Zugang zu den Fonds beschränkt sein. Sie dürfen insbesondere weder direkt noch indirekt einer „US-Person“ wie in der US-amerikanischen „S Regulation“ und/oder im FATCA definiert bzw. für Rechnung einer solchen US-Person angeboten oder verkauft werden.

Die Fonds sind mit einem Kapitalverlustrisiko verbunden. Die Risiken und Kosten sind in den Wesentlichen Anlegerinformationen (WAI) / im Kundeninformationsdokument (KID) beschrieben. Die Prospekte, WAI / KID und Jahresberichte der Fonds stehen auf der Website [www.carmignac.de/www.carmignac.at](http://www.carmignac.de/www.carmignac.at) zur Verfügung und sind auf Anforderung bei der Verwaltungsgesellschaft bzw. in Österreich bei der Ersten Bank der österreichischen Sparkassen AG OE 01980533/ Produktmanagement Wertpapiere, Petersplatz 7, 1010 Wien, erhältlich. Die Wesentlichen Anlegerinformationen / die Kundeninformationsdokumente sind dem Zeichner vor der Zeichnung auszuhändigen.