

Carmignac views

// LEITARTIKEL

Es ist ein wenig mehr als nur die Konjunktur...

Jeder erinnert sich an den Satz „It's the economy, stupid“, den das Team um Bill Clinton während seines erfolgreichen Präsidentschaftswahlkampfes 1992 prägte. Nachdem der damalige demokratische Präsidentschaftskandidat verstanden hatte, dass die Wirtschaftslage des Landes der Schlüssel zur Lösung des Problems war, konzentrierte er seine Angriffe auf dieses Thema und setzte in den Meinungsumfragen zu einer spektakulären Aufholjagd an, um schließlich den Sieg über George Bush davonzutragen. Es wäre zu schön, wenn sich Prognosen über Markttrends ebenso leicht auf die Analyse der wirtschaftlichen Realität reduzieren ließen wie eine Wahlkampfreden. Leider ist dies aber nicht der Fall, vor allem nicht in den vergangenen drei Jahren, seitdem neben dem Einfluss der ökonomischen Fundamentaldaten auf die Märkte zwei weitere Schlüsselfaktoren auf den Plan getreten sind: die Verfügbarkeit flüssiger Mittel (natürlich ist für Anlagen Geld erforderlich) und die Risikowahrnehmung (was nützt das Geld, wenn sich potenzielle Anleger vor Investitionen scheuen?). Daraus erklären sich die drastisch gestiegene Volatilität der Märkte und die Notwendigkeit, im laufenden ersten Quartal 2012 eine klarsichtige Anlagestrategie mit Blick auf die Verflechtung dieser drei Parameter zu verfolgen.

2011 kamen immer neue Risikoquellen hinzu: Der weltweite Konjunkturrückgang wurde durch die Katastrophe in Japan, das wirkungslose Bemühen um die Bewältigung der öffentlichen Überschuldung in Europa, den Anstieg der Energiekosten und die politische Lähmung in den Vereinigten Staaten weiter verschärft. Die Verweigerungshaltung der Europäischen Zentralbank, die noch im Juli ihre Leitzinsen erhöhte, gegenüber diesen Realitäten veranlasste uns zu äußerster Vorsicht, die sich schließlich als gerechtfertigt erwies.

Seit dem Ende des Jahres 2011 hat sich das Kräftegleichgewicht durch eine Vielzahl geldpolitischer Entscheidungen geändert: Die zweite Tranche der Refinanzierungsinitiative der EZB am 28. Februar im Rahmen der so genannten LTRO, einer unbegrenzten Kreditvergabe mit drei Jahren Laufzeit an europäische Banken, die immer noch äußerst expansive Politik der Fed, die Finanzspritzen der japanischen und der britischen Zentralbank sowie die



Quelle: Credit Suisse, Thomson Reuters Datastream, Februar 2012

Anfänge einer geldpolitischen Lockerung in den Schwellenländern haben den verfügbaren Liquiditäten erneut ein enormes Gewicht verliehen. Angesichts der Öffnung dieser geldpolitischen Schleusen haben wir Anfang des Jahres in der Mehrheit unserer Fonds das Exposure auf ein Niveau erhöht, das sich dem jeweiligen Maximum annähert. Wir werden uns allerdings davor hüten, die Risikoentwicklung und die wirtschaftlichen Realitäten aus

den Augen zu verlieren, die beiden anderen Parameter, die die überreichlich vorhandene Liquidität nur kurzfristig ausgleichen kann.

Im Hinblick auf die Risikowahrnehmung hat die Initiative der EZB die Furcht vor einem europäischen „Lehman-Moment“ wirksam beseitigt. Der Refinanzierungsbedarf des Bankensektors ist nunmehr bis 2014 weitgehend gesichert. Dennoch bestehen immer noch weitere wesentliche Risiken. Zunächst einmal sind mit der Ausführung des zweiten Rettungsplans für Griechenland erhebliche Risiken verbunden.

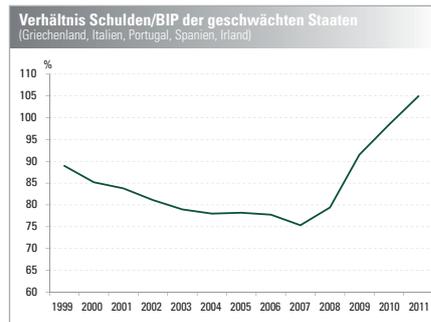
Zweitens sind die Finanzspritzen für den Bankensektor noch nicht bis zur Realwirtschaft vorgedrungen: Die zurückhaltende Vergabe von Krediten an Privatkunden in der Eurozone verstärkt dort das Rezessionsrisiko, das die Zeitpläne für den Abbau der Staatsschulden jeden Monat illusorischer wirken lässt (Spanien beispielsweise war bereits gezwungen, sein Defizitziel für 2012 nachzuverhandeln). Allgemein ist der außerordentliche Kontrast zwischen den Aussichten der schwachen Länder, die einen unhaltbaren wirtschaftlichen Kurs verfolgen, und der stärkeren Länder, die sich zwar ihres Interesses am Erhalt der Eurozone bewusst sind, deren Sparforderungen allerdings manchmal den Eindruck erwecken, dass sie ihre europäischen Partner stützen wie die Schlinge den Gehenkten, mit starken Unsicherheiten verbunden.

Schließlich stellt auch das Risiko eines externen Schocks auf den Erdölpreis, der durch die Verschärfung der geopolitischen Spannungen infolge der Drohgebärden der iranischen Regierung innerhalb von zwei Monaten um 15% gestiegen ist, eine konkrete Bedrohung für den Konsum in den Industrieländern und das Tempo der geldpolitischen Lockerung in den Schwellenländern dar.

Die wirtschaftlichen Realitäten in den großen Regionen offenbaren ein gemischtes Bild. In den Vereinigten Staaten deuten die makroökonomischen Indikatoren auf eine Fortsetzung der Erholung hin, die vom Binnenkonsum und den Exporten getragen wird. Zahlreiche von uns befragte Unternehmen bestätigten uns die Wahrnehmung eines leichten Aufschwungs im amerikanischen Bausektor. Dennoch stellt die notwendige Entschuldung des Staates und der Privathaushalte jenseits des Atlantiks eine nachhaltige Belastung für öffentliche Investitionen und den Konsum dar, während sich im Hinblick auf die Steigerung der Unternehmensergebnisse eine Kehrtwende abzeichnet. Der leichte Aufschwung rechtfertigt daher im Augenblick nur eine zurückhaltende Schlussfolgerung im Hinblick auf mittelfristige Aussichten.

In Europa sind die Konjunkturaussichten weiterhin wenig vielversprechend. Zu dem durch den nach wie vor zurückhaltend agierenden Bankensektor (die Höhe der Sicherheitsreserven der Banken bei der Zentralbank ist innerhalb eines Jahres um 50% gestiegen) und den immer noch zu teuren Euro ausgeübten Druck kommt jetzt noch die Wirkung der kumulativen Haushaltseinsparungen, die den Konsum in der gesamten Zone belasten. Die Europäische Kommission und der IWF bezichtigen Italien, Spanien und Irland der chronischen staatlichen Misswirtschaft, wie sie dies zu Recht auch

in Griechenland getan haben, und erlegen den Ländern radikale Sparmaßnahmen auf. Nun ging die Verschuldung der Länder im südlichen Europa vor Beginn der Krise allerdings tendenziell zurück und lag im Durchschnitt stets unter 75% des BIP. Spanien und Irland wiesen einen Haushaltsüberschuss auf. Italien erwirtschaftete sogar einen hohen Primärhaushaltsüberschuss. Diese Länder müssen infolgedessen derzeit dringend ihre



Quelle: Paul Krugman

Wettbewerbsfähigkeit stärken und in Bezug auf Arbeit und Wachstum flexibler werden, statt ihre Ausgaben drastisch zu senken. Dasselbe gilt für Griechenland: Es ist offenkundig, dass der auferlegte Gehaltsverzicht und die Senkung des monatlichen Mindestlohns um 22% auf 483 Euro keine strukturelle Anpassung, sondern im Gegenteil eine Konjunkturbereinigung herbeiführen werden, die sozial untragbar ist. Die EZB hat zwar das plötzliche Ende der Eurozone verhindert, doch der Sparzwang, den sich diese genesende Region auferlegt, ist selbstzerstörerisch.

In den Schwellenländern setzt sich die Normalisierung der Konjunkturbedingungen fort. Die Inflation lässt weiter nach und das Kreditwachstum verliert an Tempo, sodass die wirtschaftliche Expansion, die 2009-2010 im Anschluss an die zum Teil übermäßigen Konjunkturprogramme von 2008 markant zulegte, sich wieder auf einem langfristigen Niveau einpendeln wird. In Indien setzt sich das Wachstum des Konsums in den ländlichen Gebieten, die 55% des Gesamtkonsums ausmachen, aufgrund des steigenden Lebensstandards und der Unterstützung der Zentralregierung weiterhin fort. In Brasilien erscheint uns die wirtschaftliche Steuerung immer noch sehr sinnvoll: Die vor kurzem erfolgte Anhebung des Mindestlohns um 14%, die äußerst positive Entwicklung des Arbeitsmarkts und Investitionen aus dem Ausland, die weiterhin in den Ausbau der Infrastruktur fließen, erleichtern die Abgabe einer Wachstumsprognose: Die Wirtschaft wird 2012 trotz der Senkung der öffentlichen Ausgaben aller Erwartung nach zwischen 3,5 und 4% wachsen. Die Auswertung der statistischen Zahlen aus

China vom Anfang des Jahres gestaltet sich infolge des chinesischen Neujahrs schwierig. Doch aus der Betrachtung der Parameter, die Hinweise auf Trends geben, wie beispielsweise der Stromverbrauch, lässt sich klar ableiten, dass die gewünschte und zielgerichtet herbeigeführte Konjunkturabkühlung tatsächlich eingetreten ist und das Wirtschaftswachstum 2012 infolgedessen bei rund 7,5 bis 8% liegen wird. Unsicherheit besteht vor allem in Bezug auf das Tempo der geldpolitischen Lockerung, die mit der Konjunkturabkühlung einhergeht, denn die chinesische Regierung möchte ganz offensichtlich den privaten Immobiliensektor wieder vollkommen unter ihre Kontrolle bekommen, bevor sie sich ernsthaft aus ihrer Deckung begibt. Die bereits begonnene Senkung des Mindestreservesatzes für die chinesischen Banken (-50 Basispunkte im Februar) dürfte sich langsam fortsetzen, gefolgt von einer Senkung der Leitzinsen.

Im Großen und Ganzen halten wir die Prognosen für das Wachstum in den Schwellenländern, das moderater als in den vergangenen Jahren ausfallen wird, aber solide und nachhaltig ist, für zufriedenstellend.

So ist weiterhin eine starke positive Dynamik zwischen Liquiditäten, Risikowahrnehmung und Realwirtschaft vorhanden, sie ist jedoch zahlreichen entgegenwirkenden Kräften ausgesetzt. Aus diesem Grunde werden wir im Hinblick auf ihre Entwicklung äußerst wachsam bleiben und unsere hohen Anlagequoten durch einen den gegenwärtigen Bedingungen angemessenen Aufbau unserer Portfolios stützen: Wir bevorzugen amerikanische und europäische Unternehmen, die wenig anfällig für das makroökonomische Umfeld sind, sowie Titel aus dem Segment Binnenkonsum in den Schwellenländern und Goldminentitel. Wir halten an der Untergewichtung des europäischen Bankensektors und einer starken Diversifizierung im Devisenanteil fest (wobei wir insbesondere dem US-Dollar den Vorzug geben). Unsere Anlagestrategie verfolgt das Ziel, die Gelegenheiten zu Wertsteigerungen zu nutzen, die sich gegenwärtig auf den Märkten bieten. Zugleich werden wir weiterhin ein aktives Risikomanagement betreiben.

Didier Saint-Georges

Redaktionsschluss 5. März 2012

Devisen : Eine wertvolle Versicherungspolice

Der Euro hat seit Anfang des Jahres gegenüber dem Dollar 3% an Wert gewonnen und konnte – wie wir es bereits seit Beginn der Krise kennen – von dem wiedererstarteten Optimismus der Märkte profitieren. Damit stellt er allerdings weiterhin eine Belastung für die Wettbewerbsfähigkeit der europäischen Exporteure dar. Wir sind daher der Auffassung, dass seine Abwertung tendenziell unumgänglich ist, um der Eurozone als Ganzer

wieder ein gewisses Wachstum zu ermöglichen. Außerdem dürfte mangels einer glaubwürdigen kurzfristigen Lösung für die Eurozone das allgemeine Vertrauen in die Währung nachlassen. Infolgedessen stellt das erhebliche Exposure unserer Fonds im Dollar, aber auch in Schwellenländerwährungen eine wertvolle „Versicherungspolice“ gegen eine Verschlechterung der Lage in Europa dar, an der wir festhalten werden.

Fixed Income : Unternehmensanleihen bevorzugt

Es ist bemerkenswert, dass die Erholung der Aktienmärkte zu Beginn dieses Jahres nicht mit einer vergleichbaren Spannung im Anleihenbereich einherging. Die Zinsen für zehnjährige deutsche und amerikanische Bundesanleihen blieben innerhalb einer engen Spanne und stiegen in den zwei vergangenen Monaten nur sehr selten über 2%. Die Gründe dafür liegen ganz sicher zugleich in der Berücksichtigung eines glaubwürdigen Eingriffs der europäischen und amerikanischen Zentralbank in Bezug auf die Zinskurve sowie in der ungewissen Risikowahrnehmung der Anleger, die an einem Teil der Zufluchtswerte in ihrem Portfolio festhalten möchten. In diesem Zusammenhang stellen Unternehmensanleihen

dank der logischen Verengung der Credit Spreads mehr als je zuvor einen starken Performancemotor in unserem Anleihenmanagement dar. Infolgedessen konnten insbesondere unsere Fonds **Carmignac Global Bond**, **Carmignac Sécurité** und **Carmignac Cash Plus** mit Wertentwicklungen von je -1,98%, 1,93% und 1,45% seit Beginn des Jahres ihre Referenzindikatoren weitgehend übertreffen. Dieselbe Dynamik gilt für unsere Mischfonds **Carmignac Patrimoine** und **Carmignac Emerging Patrimoine**, die in den ersten beiden Monaten des Jahres um 2,77% bzw. 7,16% zulegen, wobei das Ergebnis in den Schwellenländern durch die anhaltenden Zinssenkungen erhöht wurde.

Aktien : Eine deutliche Erhöhung unseres Exposure bei gleichzeitiger Risikokontrolle

Im Hinblick auf die Aktienmärkte bestand unser Ansatz darin, den durch die überreichlich vorhandene Liquidität herbeigeführten Aufschwung durch die maximal mögliche Erhöhung unseres Aktienanteils zu nutzen und zugleich ein aktives Risikomanagement aufrechtzuerhalten (siehe Editorial). Dank dieser Strategie übertrafen **Carmignac Investissement** und **Carmignac Grande Europe**, die um 8,98% bzw. 9,81% zulegen, ihre Referenzindikatoren, wobei sie weitgehend auf zyklische europäische Titel oder Finanztitel verzichteten. In unseren Spezialfonds war es natürlich etwas schwieriger, ein derart asymmetrisches Verhalten umzusetzen. Dennoch verzeichneten auch diese Fonds eine ansehnliche Wertentwicklung, sie blieben allerdings leicht hinter ihren Referenzindikatoren zurück

(**Carmignac Euro-Entrepreneurs** +10,95%, **Carmignac Emergents** +13,14%, **Carmignac Emerging Discovery** +10,75%). Wir weisen insbesondere darauf hin, dass unser Fonds **Carmignac Euro-Patrimoine** seine Flexibilität erneut unter Beweis gestellt hat: Nachdem er das Jahr 2011 mit einer Performance von -1,19% verhältnismäßig gut überstanden hat, konnte er seit Anfang des Jahres um +5,21% zulegen. Der Aufschwung der Aktienmärkte in den Schwellenländern beruht unserer Auffassung nach, wie im Editorial angedeutet, auf weitaus solideren Fundamenten als in Europa. Aus diesem Grund haben wir unsere Positionen in Schwellenländeraktien in sämtlichen Aktienportfolios aufgestockt, unter anderem auch über amerikanische und europäische Exportunternehmen.

Rohstoffe : Eine ansehnliche Entwicklung

Diese Anlageklasse verzeichnete zum Anfang des Jahres logischerweise einen Aufschwung, allerdings ohne besonderen Multiplikatoreffekt in Bezug auf die Aktienindizes. Der Anstieg der Rohstoffpreise ist angesichts des immer noch unsicheren weltweiten makroökonomischen Umfelds verhältnismäßig moderat ausgefallen (+5,61% für den globalen Rohstoffindex), doch der Bergbausektor konnte von der erneuten Risikobereitschaft profitieren. Dem Energiesektor kamen natürlich die Spannungen im Zusammenhang mit dem Erdölpreis zugute. Dies führte dazu, dass unsere Titel im Segment Produktion und Erdöldienstleistungen innerhalb unserer globalen und

spezialisierten Fonds zulegen. Außerdem stieg der Goldpreis seit Anfang des Jahres um 9,92% an, sodass die Goldminentitel ebenfalls ein gutes Ergebnis erzielten. In diesem Zusammenhang waren die Fondsmanager von **Carmignac Commodities** ebenso wie die der globalen Fonds bestrebt, das hohe Exposure mit einem vorsichtigen Aufbau des Portfolios zu stützen. Aufgrund dieses Ansatzes verzeichnete unser Spezialfonds seit Anfang des Jahres einen Wertzuwachs von +9,76%, der mehr als einen Punkt über seinem Referenzindikator lag.

Dachfonds : Asset Allocation

Die Wertentwicklung unserer Dachfonds seit Anfang des Jahres verlief vollkommen zufriedenstellend. **Carmignac Profils Réactifs 50**, **75** und **100** übertrafen ihre Referenzindikatoren jeweils mit einem Zuwachs von +4,13%, +6,27% und +8,01%. Auch hier war das Gleichgewicht zwischen dem hohen Exposure einerseits und einem sehr diversifizierten Fondsmanagement

andererseits (Aktien, Anleihen, Europa, Schwellenländer) entscheidend für die Erzeugung einer guten, dem Risiko angepassten Performance. Sie wurde durch ein angemessenes taktisches Fondsmanagement ergänzt, insbesondere im Hinblick auf den Euro, dessen kurzfristig gestiegene Beliebtheit berücksichtigt wurde.

// FONDSPERFORMANCE

	NAV	2012	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre
Carmignac Investissement A	8 831,45	8,98%	2,70%	60,38%	38,83%
Carmignac Investissement E	134,49	8,86%	1,96%	55,44%	30,69%
<i>MSCI All Countries World Free (Eur)</i>		7,55%	-0,61%	68,37%	-11,12%
Carmignac Grande Europe A	134,84	9,81%	-3,57%	47,56%	-14,22%
Carmignac Grande Europe E	77,77	9,71%	-4,27%	44,34%	-
<i>DJ Stoxx 600</i>		8,09%	-7,73%	52,86%	-27,59%
Carmignac Euro-Entrepreneurs	180,87	10,95%	-0,57%	62,03%	-10,51%
<i>DJ Stoxx 200 Small</i>		13,21%	-8,27%	85,54%	-21,45%
Carmignac Emergents A	729,02	13,14%	8,74%	107,89%	19,15%
Carmignac Emergents E	112,94	12,94%	-	-	-
<i>MSCI Emerging Markets Free (Eur)</i>		14,31%	0,61%	105,26%	19,03%
Carmignac Emerging Discovery A	1 050,86	10,75%	-1,91%	119,44%	-
<i>50% MSCI EM Mid Cap (Eur) + 50% MSCI EM Small Cap (Eur)</i>		16,57%	-2,31%	129,28%	-
Carmignac Commodities A	353,15	9,76%	-14,89%	102,58%	27,15%
Carmignac Commodities E	109,40	9,40%	-	-	-
<i>Indice CARMIGNAC Commodities (Eur)*</i>		8,74%	-7,73%	-6,29%	-6,29%
Carmignac Patrimoine A	5 369,53	2,77%	4,36%	25,12%	40,97%
Carmignac Patrimoine E	137,56	2,70%	3,85%	22,82%	35,29%
<i>50% MSCI AC World Free (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>		2,54%	4,99%	42,41%	18,92%
Carmignac Emerging Patrimoine A	105,12	7,16%	-	-	-
Carmignac Emerging Patrimoine E	104,81	7,01%	-	-	-
<i>50% MSCI EM Free (Eur) + 50% JPM GBI EM (Eur)</i>		10,77%	-	-	-
Carmignac Euro-Patrimoine	291,19	5,21%	7,71%	20,87%	-1,07%
<i>50% DJ Euro Stoxx 50 + 50% Eonia kapitalisiert</i>		4,25%	-7,86%	14,31%	-12,89%
Carmignac Market Neutral A	1 038,59	1,49%	-0,33%	-0,45%	3,60%
<i>Eonia kapitalisiert</i>		0,07%	0,84%	1,87%	9,82%
Carmignac Profil Reactif 100	162,65	8,01%	-0,21%	42,50%	-4,06%
<i>MSCI All Countries World Free (Eur)</i>		7,55%	-0,61%	68,37%	-11,12%
Carmignac Profil Reactif 75	185,20	6,27%	1,32%	30,44%	3,94%
<i>75% MSCI AC World Free (Eur) + 25% Citigroup WGBI (Eur)</i>		5,04%	2,26%	55,22%	5,11%
Carmignac Profil Reactif 50	160,93	4,13%	3,51%	22,23%	10,45%
<i>50% MSCI AC World Free (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>		2,54%	4,99%	42,41%	18,92%
Carmignac Global Bond A	1 045,20	-1,98%	8,08%	-7,36%	-
<i>JP Morgan GGB</i>		-2,79%	10,60%	18,82%	41,31%
Carmignac Securite	1 575,20	1,93%	2,46%	13,52%	22,87%
<i>Euro MTS 1-3 Y</i>		1,63%	2,10%	5,59%	18,08%
Carmignac Cash Plus A	10 688,68	1,45%	2,92%	4,95%	-
<i>Eonia kapitalisiert</i>		0,07%	0,84%	1,87%	9,82%
Carmignac Court Terme	3 744,29	0,16%	1,01%	2,08%	9,96%
<i>Eonia kapitalisiert</i>		0,07%	0,84%	1,87%	9,82%

*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 29/02/12.

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 von 3.000.000 Euro – Handelsregister Luxembourg B 67549