



VON DIDIER SAINT-GEORGES

Mitglied des Investmentkomitees

Die gute Performance der Finanzmärkte in den letzten fünf Jahren ist ein Beleg dafür, dass sich die Volkswirtschaften wieder von der großen Krise des Jahres 2008 erholt haben, wie auch für die beispiellose Beteiligung der Notenbank. Es ist durchaus möglich, dass das rosige Szenario eines bescheidenen, aber lang anhaltenden Konjunkturzyklus in Verbindung mit den von den Zentralbanken bereitwilligst relativ niedrig gehaltenen Zinsen weiter Bestand hat. In diesem Falle würden die Aktienmärkte weiterhin eine ordentliche Performance verzeichnen und gleichzeitig die Anleihekurse eine leichte Korrektur erfahren. Dieses Szenario basiert jedoch auf einem Stapel von Ungleichgewichten, deren friedlicher Ausgleich unseres Erachtens heute noch nicht mit völliger Sicherheit abzusehen ist. Die jüngste Häufung von Risikofaktoren hat uns zu höherer Wachsamkeit veranlasst.

Die Bedeutung des Wachstums in der Eurozone

Ein radikal deflationistisches Szenario in der Eurozone wäre gewiss übertrieben. Zudem ist die Entschlossenheit Mario

„Das Verharren der Inflation auf äußerst niedrigem Niveau würde ein großes Problem für die am höchsten verschuldeten europäischen Länder darstellen.“

Draghis, die Wirtschaft in der Eurozone mit allen ihm verfügbaren Mitteln zu unterstützen, ein beachtlicher Vorteil. Aber die äußerst niedrige Inflation, von der selbst Mario Draghi zugibt, dass sie mittelfristig auf diesem Stand verharren wird, stellt ebenso wie das geringe Wachstum ein Problem für die Zukunft derjenigen Länder dar, die unter einer hohen Staatsverschuldung und unzureichender Wettbewerbsfähigkeit leiden. In dieser Hinsicht bereiten uns Italien und Frankreich Sorgen. Während die Deflation wie in Spanien, Portugal und Irland vor allem bedeutenden Bemühungen zur Produktivitätssteigerung zu verdanken ist, die heute zur Erholung des Außenhandels beitragen, geht es in Frankreich und Italien um die schwache Wirtschaftsaktivität. Zwar hat Italien immer noch einen Haushaltsüberschuss von 2,3% vor Schuldenbelastung. Unseren Schätzungen zufolge bräuchte Italien jedoch einen doppelt so hohen Überschuss, um seine Staatsverschuldung (die derzeit bei 135% des BIP liegt) wieder zurückfahren zu können. Dieses Problem stellt ein zusätzliches Risiko für das Wirtschaftswachstum dar, was durch die Bemühungen Matteo Renzis um die Umsetzung seines – notwendigen – Strukturreformprogramms noch verstärkt wird. Was Frankreich anbelangt, so liegt seine Staatsverschuldung schon beinahe bei 100% des BIP. Zudem leidet das Land anders als Italien unter einem strukturellen Haushaltsdefizit vor Schuldenbelastung. In Anbetracht der sehr niedrigen Inflation

Was uns beschäftigt

werden die notwendigen Anpassungen zur Kontrolle der französischen Staatsfinanzen unfehlbar weiterhin das Wachstum bremsen. In Deutschland hat sich das Geschäftsklima (IFO-Index) seit Jahresbeginn deutlich



verschlechtert, und die Bundesregierung hat ihre Entschlossenheit bekräftigt, für einen ausgeglichenen Haushalt zu sorgen, und gleichzeitig eine fiskalische Unterstützung ihrer europäischen Partner ausgeschlossen. Bleibt noch zu berichten, dass ein anhaltender Rückgang des Euro, zu dem die Initiativen der EZB beigetragen haben (siehe Carmignac's Note vom September), den Exportwirtschaften zugutekommen wird. Aber wir sollten uns nicht täuschen: einerseits wird vor allem Deutschland dank seines starken Außenhandels davon profitieren, und andererseits wirkt sich dieser Rückgang der Einheitswährung wie eine Zusatzsteuer auf die Kaufkraft der italienischen und französischen Verbraucher aus. Das



von der Europäischen Zentralbank eingerichtete Sicherheitsnetz dürfte dafür sorgen, dass das Vertrauen der ausländischen Anleger in die Stabilität des europäischen Finanzsystems weiterhin intakt bleibt. Zudem kann der Einsatz von Anreizen zur Kreditvergabe durch die Banken die Finanzierung mittlerer Unternehmen ein wenig verbessern. Aber dafür muss die Eurozone mittelfristig erst einmal wieder auf einen überzeugenden Kurs gebracht werden. Wir haben vor kurzem unser Exposure im europäischen Konjunkturrisiko nochmals verringert.

Das Hauptrisiko in den USA ist das einer falschen Geldpolitik

In den USA sollte man die Dynamik der Realwirtschaft nicht überschätzen, aber dennoch ist sie ein zweifellos optimistisch

„Langsames Wachstum und hohe Staatsverschuldung machen die Volkswirtschaften anfällig für externe Schocks.“

stimmender Faktor. Die außerordentliche Liquidität, die von der Fed seit fünf Jahren bereitgestellt wird, hat nicht nur das Schlimmste verhütet, sondern auch dem Bankensystem Zeit zur Rekapitalisierung und dem Immobilienmarkt Zeit zur Stabilisierung verschafft. Gleichzeitig haben die Energiewende und Produktivitätssteigerungen der US-Wirtschaft zu einer hohen Wettbewerbsfähigkeit verholfen. Zudem ist ein noch so schwaches Wachstum in Verbindung mit niedriger Inflation schon an sich die ideale Mischung für die Aktienmärkte. Die Spannungen sind anderswo zu suchen: die Aktion der Fed ist weiterhin vor allem Finanzanlagen wie Industrieinvestitionen oder den verfügbaren Einkommen der US-amerikanischen Arbeitnehmer zugutegekommen. Daher gilt unsere Sorge heute der Entscheidung, vor der die Fed bald stehen wird, nämlich ob sie die Normalisierung ihrer Geldpolitik in die Wege leiten soll, um die Risiken einer allmählichen finanziellen Destabilisierung zu verringern, oder ob sie eine äußerst akkommodierende Geldpolitik beibehält, um die immer noch labile Konjunkturerholung zu unterstützen. Das Risiko einer falschen geldpolitischen

Entscheidung in diesem noch instabilen Stadium des Konjunkturzyklus rechtfertigt den Schwerpunkt, den wir bei unseren Anlagen in den USA auf Unternehmen mit hoher Transparenz legen.

Schwellenländer sind den Risikofaktoren in ungleichem Maße ausgesetzt

In den Schwellenländern ist die Lage von Land zu Land inzwischen höchst unterschiedlich. Die Konjunkturverlangsamung in China bereitet paradoxerweise der übrigen Welt mehr Schwierigkeiten als China selbst. Der anhaltende Rückgang des Immobilienmarktes ist gewiss bedenklich und ein zureichender Grund dafür, dass wir uns schon seit langem ganz aus dem Bankensektor zurückgezogen haben. Die chinesischen Behörden verfügen jedoch über die nötige Manövriermasse, um dem Konjunkturabschwung angemessen entgegenzusteuern. Andererseits verstärkt diese Konjunkturabkühlung den Deflationsdruck für Europa und ist ein bedeutendes Hindernis für Brasilien und Korea, deren Aktivitätsniveau historisch gesehen sehr stark von demjenigen Chinas abhängt. Südafrika und die Türkei, die weiterhin ein hohes Leistungsbilanzdefizit aufweisen (im Gegensatz zu China, Korea oder Taiwan) wären ihrerseits wesentlich anfälliger für eine mögliche globale Liquiditätsverknappung und den damit einhergehenden starken Anstieg des US-Dollars. Schließlich beruht das Schicksal Mexikos und Indiens vorwiegend auf ihren eigenen Leistungen. Wir gehen daher bei der Positionierung in diesem heterogenen Universum äußerst selektiv vor.

Japan am Scheideweg

In Japan steht Shinzo Abe vor der schwierigen Herausforderung, eine lange Phase äußerst schwachen nominalen Wachstums zu überwinden, während die westliche Welt gerade erst in eine solche Phase eintritt. Um glaubwürdig zu bleiben, muss das vor achtzehn Monaten bekundete Engagement verdoppelt werden. Das Ziel ist noch längst nicht erreicht, und wir warten auf die Bestätigung, dass das „Abenomics“-Programm wieder Fahrt aufnimmt, bevor wir die im Laufe des Jahres verringerten Positionen wieder verstärken.

Die Märkte treten in eine neue schwierige Phase ein: Während das schwache Tempo des Wirtschaftswachstums, die hohe Staatsverschuldung und der globale Deflationsdruck die Anfälligkeit der westlichen Volkswirtschaften für externe (auch geopolitische) Schocks verstärken, beginnen die Zentralbanken, Risiken für die

Stabilität des Finanzsystems in Verbindung mit ihrer extrem akkommodierenden Geldpolitik zu befürchten (in Europa ist es Deutschland, das diese Besorgnis Mario Draghis schürt). Dazu gesellt sich Hysterie, wie bei jeder ernsthaften Finanzkrise: die Kreditklemme, die keine Erholung des Privatsektors ermöglicht, während der öffentliche Sektor durch seine Defizite behindert wird. Wenn weder Marktbewertungen noch technische Analysen aussagekräftige Hinweise auf einen unmittelbar bevorstehenden Durchbruch liefern, halten wir es für klug, alle diese Bedenken in der Vermögensverwaltung zu berücksichtigen. Dies erfolgt durch die Verringerung des Risikoexposures, der Geschäfte in zyklischen Sektoren und des Exposure im Euro, der Aufstockung der Positionen im US-Dollar und nicht-zyklischen Werten hoher Qualität und schließlich durch eine höhere Flexibilität beim Zinsrisikomanagement.

Redaktionsschluss: 3. Oktober 2014



DEVISEN

Der Euro ist im Berichtsmonat noch stärker gegenüber dem US-Dollar zurückgegangen, nämlich um fast 4%. Diese Entwicklung leistete einen erheblichen Beitrag zur Wertentwicklung des Fonds. Die Abwertung des Euro scheint für die EZB eine wesentliche Rolle bei der Bekämpfung des Deflationsdrucks zu spielen, der auf dem europäischen Kontinent lastet. Wir erwarten daher, dass sich dieser Trend fortsetzt, insbesondere da der US-Dollar unter anderem durch die Aussicht auf eine mögliche Normalisierung der US-amerikanischen Geldpolitik Auftrieb erhält. Wir bevorzugen daher bei der Währungsallokation weiterhin den US-Dollar. Zum Monatsende belief sich das Exposure des Carmignac Investissement im US-Dollar somit auf 90%, dasjenige des Carmignac Patrimoine auf 64%.

26.26	12:18:08
31.84	12:18:14
57.51	12:18:06
16.49	12:17:55
18.84	12:17:52
54.00	12:17:58
7.14	12:18:15
20.10	12:18:12

ANLEIHEN

Die EZB hat im Berichtsmonat ihren letzten Spielraum bei den Zinsen ausgeschöpft und den wichtigen Refinanzierungssatz von bisher 0,15% auf 0,05% gesenkt. Von nun an erwartet man, dass die EZB das Deflationsrisiko durch Käufe von Vermögenswerten bekämpft. Die schwache Beteiligung der Banken der Eurozone bei der ersten Vergabe von Mitteln aus dem TLTRO-Programm hat an den Märkten die Hoffnung aufkommen lassen, dass die EZB direkte Käufe von Vermögenswerten vornimmt, um das von Mario Draghi vorgesehene Wachstum ihrer Bilanz zu erreichen. Vor diesem Hintergrund setzten die langfristigen Renditen von Staatsanleihen der Peripherieländer ihren Rückgang fort. Die US-Zinsen hingegen sind im Berichtszeitraum gestiegen, da die sehr ausgewogenen Aussagen Janet Yellens darauf hindeuten, dass die Normalisierung der US-amerikanischen Geldpolitik im Laufe des Jahres 2015 beginnen wird. Unsere

Fonds profitierten daher von den fallenden Zinsen in Europa und dem gleichzeitigen Anstieg der Zinsen in den USA. Die modifizierte Duration unserer Fonds hat sich im Monatsverlauf kaum geändert und liegt immer noch auf einem mäßigen Niveau von +2,4 beim Carmignac Patrimoine, +3,3 beim Carmignac Portfolio Emerging Patrimoine, +2,6 beim Carmignac Portfolio Global Bond, +1,4 beim Carmignac Sécurité und +0,4 beim Carmignac Portfolio Capital Plus.



AKTIEN

An den Aktienmärkten kam es im September zu einer erheblichen Korrektur, die dem inzwischen äußerst optimistischen Marktkonsens definitiv ein Ende setzte. Als erstes fielen die Schwellenländer dieser Anpassung zum Opfer, vor allem Brasilien, wo die Wertentwicklung je nach den Umfragen zu den nächsten Präsidentenwahlen schwankt. Positiv zu vermerken ist hingegen die kräftige Erholung Japans um nahezu 5% im Berichtszeitraum. Das abweichende Verhalten des japanischen Marktes trägt somit dazu bei, die Performance unserer globalen Strategie ein wenig auszugleichen. Im Monatsverlauf verstärkten wir weiterhin den defensiven Charakter unserer Titelauswahl, indem wir neue Positionen in unserem Anlagethema „globale Marktführer im Gesundheitssektor“ aufbauten. Gleichzeitig reduzierten wir unser Exposure in europäischen, auf die Binnenwirtschaft ausgerichteten Werten (vor allem Banktitel) und konzentrierten unsere europäische Allokation auf diejenigen Unternehmen, die am ehesten vom schwachen Euro profitieren. Neben der Verstärkung des defensiven Charakters unserer Portfolios haben wir auch unser Aktienexposure im Monatsverlauf reduziert. Am Monatsende belief sich dieses auf 44% beim Carmignac Patrimoine und auf 39% beim Carmignac Portfolio Emerging Patrimoine.



ROHSTOFFE

Der Carmignac Portfolio Commodities profitierte von seiner Bevorzugung des Energiesektors zu Lasten des Bergbausektors, die dazu beitrug, die Korrektur an den Aktienmärkten zu verkraften. Wir konzentrieren uns weiterhin auf Positionen in Unternehmen mit einer soliden Cashflow-Generierung, die vom Markt nicht ausreichend berücksichtigt oder unterbewertet sind.



DACHFONDS

Unsere Dachfonds verzeichneten über den Monat eine leicht positive Performance. Die von uns zum Schutz des Fonds gegen Korrekturen eingerichteten Volatilitätsstrategien sind weiterhin unser wichtigstes Instrument für das Risikomanagement. Neben diesen Strategien haben wir auch unser Aktienexposure etwas verringert. Dementsprechend belief sich das Aktienexposure des Carmignac Profil Réactif 100, 75 und 50 zum Monatsende jeweils auf 84%, 58% bzw. 42%. Das Aktienexposure des Carmignac Investissement Latitude liegt dagegen bei 89%.

FONDSPERFORMANCE

	NAV	2014	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre
Carmignac Investissement A EUR acc	1 048,30	3,96%	10,76%	33,33%	40,12%
<i>MSCI AC World NR (Eur)</i>	-	13,15%	19,28%	63,79%	74,35%
Carmignac Portfolio Grande Europe A EUR acc	170,70	8,62%	14,45%	46,52%	44,01%
<i>Stoxx 600 NR (Eur)</i>	-	7,01%	13,52%	59,84%	49,10%
Carmignac Euro-Entrepreneurs A EUR acc	256,90	7,66%	19,72%	66,73%	72,59%
<i>Stoxx 200 Small NR NR (Eur)</i>	-	1,51%	10,12%	61,13%	60,68%
Carmignac Emergents A EUR acc	766,38	8,08%	10,79%	26,33%	52,70%
<i>MSCI Emerging Markets NR (Eur)</i>	-	11,73%	11,77%	26,99%	33,26%
Carmignac Portfolio Emerging Discovery A EUR acc	1 239,07	15,24%	15,22%	40,13%	52,91%
<i>50% MSCI EM SmallCaps NR (Eur) + 50% MSCI EM MidCaps NR (Eur)</i>	-	14,94%	14,81%	32,11%	42,76%
Carmignac Portfolio Commodities A EUR acc	298,96	12,45%	13,93%	3,94%	17,94%
<i>Carmignac Commodities Index*</i>	-	7,40%	9,53%	17,60%	24,24%
Carmignac Patrimoine A EUR acc	604,55	6,01%	10,22%	17,27%	25,28%
<i>50% MSCI AC World NR (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>	-	11,68%	13,51%	31,67%	50,09%
Carmignac Portfolio Emerging Patrimoine A EUR acc	105,34	8,64%	7,60%	11,00%	-
<i>50% MSCI EM NR (Eur) + 50% JP Morgan GBI EM Global diversified</i>	-	10,41%	8,66%	20,12%	-
Carmignac Euro-Patrimoine A EUR acc	306,47	0,84%	2,08%	12,91%	20,90%
<i>50% EuroStoxx 50 NR (Eur) + 50% Eonia kapitalisiert</i>	-	3,15%	7,44%	25,80%	11,34%
Carmignac Profil Réactif 100 A EUR acc	181,81	1,72%	7,10%	29,16%	33,33%
<i>MSCI AC World NR (Eur)</i>	-	13,15%	19,28%	63,79%	74,35%
Carmignac Profil Réactif 75 A EUR acc	203,04	2,54%	6,34%	23,23%	26,25%
<i>75% MSCI AC World NR (Eur) + 25% Citigroup WGBI (Eur)</i>	-	12,42%	16,47%	47,02%	62,37%
Carmignac Profil Réactif 50 A EUR acc	169,50	3,31%	5,64%	14,47%	18,37%
<i>50% MSCI AC World NR (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>	-	11,68%	13,51%	31,67%	50,09%
Carmignac Portfolio Global Bond A EUR acc	1 203,56	10,60%	14,33%	18,05%	28,74%
<i>JP Morgan Global Government Bond (Eur)</i>	-	10,82%	7,49%	4,53%	27,28%
Carmignac Sécurité A EUR acc	1 701,74	2,02%	3,44%	11,35%	15,44%
<i>Euro MTS 1-3 Jahre</i>	-	1,83%	2,39%	8,11%	9,80%
Carmignac Portfolio Capital Plus A EUR acc	1 166,68	2,23%	3,55%	11,38%	14,65%
<i>Eonia kapitalisiert</i>	-	0,10%	0,13%	0,64%	1,85%
Carmignac Court Terme A EUR acc	3 766,89	0,17%	0,23%	1,03%	2,22%
<i>Eonia kapitalisiert</i>	-	0,10%	0,13%	0,64%	1,85%

* 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 30/09/2014.

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 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.