



VON DIDIER SAINT-GEORGES

Mitglied des Investmentkomitees

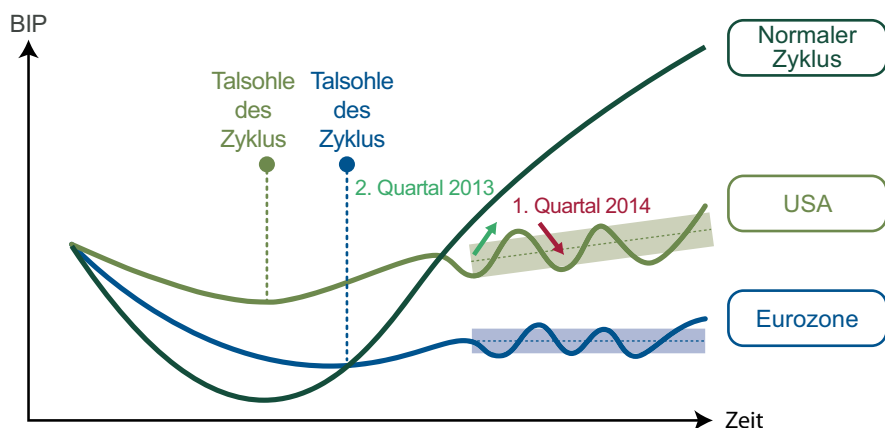
Die Fallgruben beim Überwinden der Krise

In allen von der Krise betroffenen Industrieländern ist es den Zentralbanken gelungen, ihre Verantwortung wahrzunehmen oder sogar noch mehr zu tun, indem sie die von den überschuldeten Staaten nicht ausgefüllte Rolle des großen Lenkers der Schicksale der Volkswirtschaften an sich gerissen haben. Selbst die Europäische Zentralbank unter dem Zepter von Mario Draghi ist bei den Anlegern zum wichtigsten Garanten für das Anhalten der Erholung in Europa geworden, obwohl ihre eigentliche Mission, nämlich einen Preisanstieg von „knapp unter 2%“ sicherzustellen, bei Weitem noch nicht erfüllt ist. Es brauchte gewiss Mut, „unkonventionelle“ politische Maßnahmen zu wagen. Doch nachdem das Meisterstück vollbracht ist, werden sich unsere Herolde von nun an deutlich komplizierteren Herausforderungen stellen müssen: Die Fed wird ihre Geldpolitik ins Gleichgewicht bringen müssen zwischen dem, was eine nach wie vor wackelige Wirtschaft heute fordert, und dem, was demnächst das Anziehen der Inflation erfordern wird. Die EZB wird

„Der Grat für die Zentralbanken wird schmaler.“

vom Stadium der beruhigenden Worte und unbegrenzter Liquidität für die Banken zu einer effektiven Unterstützung einer europäischen Realwirtschaft übergehen müssen, die vom deflationistischen Druck der Entschuldung gelähmt ist.

Die Kurven des Konjunkturaufschwungs in den USA und Europa



Die Zentralbanken werden mit neuen Herausforderungen konfrontiert sein, und auf die Märkte könnte eine neue Zeit der Ungewissheit zukommen.

Die Zahlen der Abschwächung der amerikanischen Konjunktur im ersten Quartal 2014 sind spektakulär. Wider alle Erwartungen (siehe unsere Note vom Januar „2014 oder die Herausforderung der Normalisierung“) kam der Aufschwung abrupt ins Stocken, das BIP der führenden Volkswirtschaft der Welt brach laut den jüngsten Statistiken um 2,9% ein. Doch dieser Schwächeanfall an sich ist nicht besonders beunruhigend. Denn er ist weitgehend auf das unglückliche Zusammentreffen mehrerer außergewöhnlicher Faktoren zurückzuführen, zu denen anormale Witterungsbedingungen, ein massiver Lagerabbau und das Auslaufen von

Programmen für Sozialleistungen gehören. Was er hingegen deutlich macht, ist das Ausmaß der Anfälligkeit einer in der Genesung befindlichen Volkswirtschaft für externe Schocks. Wir sollten niemals vergessen, dass diese Überwindung der Krise unter der Last der Entschuldung zwangsläufig langsam und instabil sein wird. Eine der bedeutendsten noch bevorstehenden Klippen für das amerikanische Wachstum insgesamt lässt die Analyse der Verbraucherpreise erkennen.

Nach unseren Schätzungen konzentriert sich die bereits erfolgte Preissteigerung in den USA auf Güter des täglichen Bedarfs, die sich im Jahresvergleich um 3,1% verteuerten, während die Preise für Nicht-Basiskonsumgüter schwächer stiegen (+0,5% im Jahresvergleich). Anders gesagt handelt es sich in den



USA um eine „schlechte Inflation“. Sie wird nicht durch eine robuste Nachfrage hervorgerufen, die von einem Lohnwachstum angetrieben würde. Sie kommt ohne jegliche Lohnsteigerungen zustande und hat ihren Ursprung eher in Unternehmen, die versuchen, die Schwäche ihrer Absatzvolumen durch Preiserhöhungen bei Produkten mit geringer Preiselastizität auszugleichen.

„Der Tag der plötzlichen Umschichtung von Anleihen in Aktien steht noch nicht unmittelbar bevor.“

Sollte sich dieses Phänomen verfestigen, stellt es somit ein weitaus größeres Risiko für das Wachstum dar als für die langfristige Preisentwicklung. Denn ein Anstieg der Preise von Grundbedarfsgütern in einem Umfeld schwachen Wachstums hat Rezessionscharakter, da er an der Kaufkraft der privaten Haushalte nagt. In dieser Hinsicht ist die Beobachtung recht aufschlussreich, dass der Konsum in den USA im zweiten Quartal recht schwach ausfallen dürfte, nachdem er im April um -0,2% und im Mai um -0,1% gefallen ist. Dieses Szenario deutet daher auf ein Wachstum hin, das kein Beschleunigungspotenzial besitzt und dennoch von kurz andauernden Inflationsschüben unterbrochen wird. Ein solcher Ausblick ist ganz klar eine zusätzliche Herausforderung für Janet Yellen in ihrem Bestreben, ihre Geldpolitik so bald wie möglich zu normalisieren.

Und ein solches Szenario kommt auch für die Wirtschaft der Eurozone ungelegen, deren Wachstumsschwäche sie noch anfälliger für externe Schocks macht als die amerikanische Wirtschaft. Durch die Maßnahmen von Mario Draghi wurde das Vertrauen der Anleger wiederhergestellt, sodass es zu einem spektakulären Anstieg der Kurse von Finanzanlagen – Aktien wie Anleihen – kommen konnte. Doch die Realwirtschaft ist noch von den Konsequenzen der Kreditkrise der vergangenen vier Jahre und von der Überschuldung der Staatshaushalte gelähmt. Es wird noch einige Quartale dauern, bis die Anpassung

der Bankbilanzen und die von der EZB zur Verfügung gestellte Liquidität auf eine ausreichende Kreditnachfrage seitens der Unternehmen treffen, damit sich das Einsetzen einer Erholung der Binnennachfrage behaupten kann. Bis dahin ist die Wirtschaft Europas auf eine starke Auslandsnachfrage angewiesen, die von einer Abschwächung des Wachstums in den USA abgewürgt würde.

Es besteht natürlich die Möglichkeit, dass auch dieses Mal das Gleichgewicht zwischen schwachem Wachstum, gemäßigter Inflation und Unterstützung durch die Zentralbanken den Märkten ausreichend Zuversicht vermittelt, damit sie ihren Aufwärtstrend noch eine Weile fortsetzen können. Mit dem Vertrauen in die Allmacht der Zentralbankchefs war man seit einigen Jahren gut beraten. Wir halten es jedoch für wichtig, zwei Dinge klar im Auge zu behalten. Zunächst wird der Grat zwischen dem Risiko makroökonomischer Enttäuschung und dem Handlungsspielraum der Zentralbanken immer schmaler. Die Lenkung durch die Zentralbankchefs wird immer schwieriger, und die Gefahr, aus der Bahn zu geraten, nimmt zu. Dann führt das Risiko, dass ein Inflationsschub in den USA, auch wenn er nur vorübergehend ist, eine weitere Abschwächung des Wachstums der amerikanischen Wirtschaft nach sich zieht, zu einer kontraintuitiven Allokation von Anlagen: Die Aktienmärkte, vor allem in der Eurozone, könnten am anfälligsten für einen Anstieg der Inflation sein, mehr noch als die Anleihenmärkte. Der Tag der plötzlichen Umschichtung von Anleihen in Aktien steht noch nicht unmittelbar bevor.

„Die Wirtschaft Europas ist auf eine starke Auslandsnachfrage angewiesen.“

In einer globalisierten Weltwirtschaft bliebe der Rest der Welt von einer erneuten Enttäuschung über die Geschwindigkeit des Wachstums des Westens nicht verschont. Wir sollten jedoch zur Kenntnis nehmen, dass bestimmte Länder heute eine Eigendynamik besitzen und weniger als früher die Sklaven des Wachstumsrhythmus der

Industrienationen sind. Das trifft auf China zu, dessen Wirtschaftsentwicklung heute stabil ist, während die Strukturreformen weiter voranschreiten. Das trifft auch auf Indien zu, das sein neuer Premierminister Narendra Modi zurzeit auf einen Kurs des endemischen Wachstums steuert. Und das trifft in gewissem Maße auch auf Japan zu, wo der im vergangenen Jahr abgeschossene erste Pfeil der geldpolitischen Unterstützung mittlerweile einer Erholung Platz macht, die von einer Zunahme der Investitionen und einem Anstieg der Löhne und Gehälter getragen wird. Zudem sind einige Unternehmen, die vielfach in ihren Sektoren weltweit führend sind, gut gerüstet, um in einem kraftlosen Umfeld ein solides Wachstum ihrer Ergebnisse zu erzielen. Die Zusammensetzungen unserer geografisch sehr ausgewogenen Portfolios, in denen Unternehmen dominieren, die in der Lage sind, den Zyklus aus eigener Kraft zu durchlaufen, spiegeln diese Analyse wider. Aus taktischen Gründen könnten wir im Übrigen geneigt sein, unsere Risikomanagementinstrumente zu ergänzen, indem wir unsere Exposures auf den Aktienmärkten anpassen, wenn sich unsere Erwartungen bestätigen sollten.

Redaktionsschluss: 2. Juli 2014



DEVISEN

Die Äußerungen von Janet Yellen, mit denen sie die Beibehaltung einer Niedrigzinspolitik weit über das Ende der Reduzierung des Anleihenkaufprogramms der Fed hinaus bekräftigte, haben den Dollar Mitte des Monats vorübergehend belastet. Die allmähliche Normalisierung der amerikanischen Geldpolitik vor dem Hintergrund eines leichten Anstiegs der Inflation dürfte den Dollar langfristig jedoch stützen. Der „Greenback“ und der japanische Yen (in denen wir im Laufe des Mai begonnen haben, wieder Positionen aufzubauen) bringen somit Ausgewogenheit in unsere Portfoliozusammensetzung, da sie den Status einer Fluchtwährung haben. Am Monatsende hatte der US-Dollar in unserer Währungsallokation mit 55% beim Carmignac Patrimoine und 60% beim Carmignac Investissement nach wie vor eine Vorrangstellung.



ANLEIHEN

Die Zinsen europäischer Staatsanleihen haben ihren Abwärtstrend im Laufe des Monats weiter fortgesetzt. Das gesamte von Mario Draghi Anfang Juni angekündigte Maßnahmenpaket (Zinssenkung, neues Programm von Liquiditätsspritzen (TLTRO) zur Förderung von Krediten an die Wirtschaft, Ende der Sterilisierung der Käufe von Staatsanleihen im Rahmen des OMT-Programms und Intensivierung der Vorbereitungsarbeiten für den Kauf von verbrieften Vermögenswerten) hat die Märkte positiv überrascht und allen europäischen Anleihenmärkten ermöglicht, trotz der Zweifel am Wachstum und damit an der Entschuldung der Staaten auf dem richtigen Kurs zu bleiben. Unseren Positionen in Staatsanleihen der Peripherieländer und in Unternehmensanleihen aus dem europäischen Bankensektor kam diese Entwicklung zugute. Wir haben die Gelegenheit genutzt, um im Zuge einer allge-

meinen Reduzierung des Risikos unserer Portfolios einen Teil unserer Gewinne auf südeuropäische Staatsanleihen mitzunehmen. Am Monatsende belief sich die Duration unserer Fonds auf +1,6 beim Carmignac Patrimoine, +1,8 beim Carmignac Portfolio Emerging Patrimoine, +0,1 beim Carmignac Portfolio Global Bond, +1,5 beim Carmignac Sécurité und -0,5 beim Carmignac Portfolio Capital Plus.



AKTIEN

Ermutigt durch die akkommodierende Haltung der Zentralbanken verzeichneten die weltweiten Aktienmärkte einen weiteren Hausse-Monat, wobei Schwellenländer wie Brasilien oder Indien ganz besonders vom günstigen Liquiditätsumfeld profitierten. Erwähnenswert ist allerdings ein Ausscheren der europäischen Märkte, die im Gegensatz zum Rest der Welt leicht nachgaben. Dies hielt die Strategie in weltweiten Aktien des Carmignac Investissement jedoch nicht davon ab, im vergangenen Monat knapp 2% zuzulegen. Dieser Anstieg weltweiter Aktien vollzog sich jedoch vor dem Hintergrund nach wie vor durchwachsender wirtschaftlicher Aussichten, was uns in unserer Strategie bestärkt, nach Unternehmen zu suchen, die in der Lage sind, ihre Ergebnisse unabhängig vom Konjunkturzyklus zu steigern. Deshalb haben wir unsere Positionierung im Laufe des Monats auf eine Auswahl von europäischen Banktiteln neu ausgerichtet, die von einer Senkung der Refinanzierungskosten und der Fortsetzung ihrer Restrukturierungsbemühungen profitieren. Zudem haben wir unsere Titel aufgestockt, die sich an der Thematik des strukturellen Wachstums orientieren, wie der Biotechnologiewert Celgene. Schließlich haben wir das Risiko berücksichtigt, das für die Weltwirtschaft von einem Anstieg der Preise für Grundbedarfs-güter bei schwachem Wachstum in den USA ausgeht, indem wir unser Aktienexposure taktisch reduziert haben. Die Aktienkomponente beläuft sich nunmehr auf 39% beim Carmignac Patrimoine, auf 34% beim Carmignac Portfolio Emerging

Patrimoine und auf 90% beim Carmignac Investissement.



ROHSTOFFE

Der Carmignac Portfolio Commodities konnte einen weiteren Monat mit solider Wertent-

wicklung verbuchen, wodurch seine Gesamtperformance seit Jahresbeginn auf über +10% stieg. Der Fonds konzentrierte sich weiterhin auf das Aufspüren von Energiewerten, die langfristig attraktive Cashflows generieren, unabhängig von den jüngsten geopolitischen Entwicklungen im Irak. Im Laufe des Monats haben wir außerdem eine Position in Monsanto aufgebaut. Denn dieses weltweit führende Unternehmen im Bereich Saatgut und Pflanzenschutzmittel weist genau das rentable langfristige Wachstumsprofil auf, nach welchem wir suchen.



DACHFONDS

Unsere Dachfonds verzeichneten über den Monat eine positive Performance. Wir beschlossen

am Monatsende, unser Aktienexposure teilweise zu reduzieren, nachdem sich die weltweiten Aktienmärkte seit Jahresbeginn sehr gut entwickelt hatten. Da sich dieser Anstieg vor dem Hintergrund eines weltweit nach wie vor äußerst mäßigen Wirtschaftswachstums vollzog, halten wir das Risiko/Renditeprofil der risikoreichen Anlagen jetzt für weniger günstig als zu Jahresbeginn. Wir haben daher die Aktienexposures des Carmignac Profil Réactif 100, 75 und 50 auf 60%, 42% bzw. 29% nach unten korrigiert. Das Aktienexposure des Carmignac Investissement Latitude liegt dagegen bei 68%.

FONDS PERFORMANCE

	NAV	2014	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre
Carmignac Investissement A EUR acc	1 008,80	0,04%	10,87%	22,35%	50,75%
MSCI AC World NR (Eur)	-	6,86%	16,73%	37,24%	85,31%
Carmignac Portfolio Grande Europe A EUR acc	170,58	8,54%	21,22%	27,87%	63,36%
Stoxx 600 NR (Eur)	-	6,19%	23,24%	31,47%	74,29%
Carmignac Euro-Entrepreneurs A EUR acc	267,33	12,03%	34,20%	55,23%	104,15%
Stoxx 200 Small NR NR (Eur)	-	5,09%	27,97%	33,90%	104,90%
Carmignac Emergents A EUR acc	739,24	4,25%	7,87%	8,47%	62,03%
MSCI Emerging Markets NR (Eur)	-	6,82%	8,53%	0,77%	46,79%
Carmignac Portfolio Emerging Discovery A EUR acc	1 176,85	9,45%	7,45%	14,57%	65,86%
50% MSCI EM SmallCaps NR (Eur) + 50% MSCI EM MidCaps NR (Eur)	-	8,38%	8,15%	1,07%	57,22%
Carmignac Portfolio Commodities A EUR acc	296,98	11,71%	17,69%	-15,76%	37,02%
Carmignac Commodities Index*	-	8,48%	18,93%	-1,74%	40,56%
Carmignac Patrimoine A EUR acc	581,31	1,93%	6,41%	15,74%	25,50%
50% MSCI AC World NR (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)	-	6,28%	9,47%	24,93%	53,46%
Carmignac Portfolio Emerging Patrimoine A EUR acc	101,73	4,92%	1,34%	1,84%	-
50% MSCI EM NR (Eur) + 50% JP Morgan GBI EM Global diversified	-	6,76%	3,54%	5,59%	-
Carmignac Euro-Patrimoine A EUR acc	315,72	3,88%	6,63%	17,48%	31,25%
50% EuroStoxx 50 NR (Eur) + 50% Eonia kapitalisiert	-	3,05%	13,56%	10,96%	22,05%
Carmignac Profil Réactif 100 A EUR acc	177,21	-0,85%	2,47%	18,18%	38,67%
MSCI AC World NR (Eur)	-	6,86%	16,73%	37,24%	85,31%
Carmignac Profil Réactif 75 A EUR acc	197,45	-0,29%	1,32%	15,60%	28,74%
75% MSCI AC World NR (Eur) + 25% Citigroup WGBI (Eur)	-	6,57%	13,18%	31,33%	69,39%
Carmignac Profil Réactif 50 A EUR acc	165,95	1,15%	1,23%	12,17%	19,51%
50% MSCI AC World NR (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)	-	6,28%	9,47%	24,93%	53,46%
Carmignac Portfolio Global Bond A EUR acc	1 163,06	6,88%	5,42%	24,59%	18,57%
JP Morgan Global Government Bond (Eur)	-	5,72%	1,11%	11,06%	23,46%
Carmignac Sécurité A EUR acc	1 700,72	1,96%	4,22%	10,14%	17,54%
Euro MTS 1-3 Jahre	-	1,33%	2,54%	8,33%	10,55%
Carmignac Portfolio Capital Plus A EUR acc	1 159,22	1,58%	3,23%	10,74%	14,02%
Eonia kapitalisiert	-	0,10%	0,15%	0,88%	1,94%
Carmignac Court Terme A EUR acc	3 765,06	0,12%	0,23%	1,27%	2,31%
Eonia kapitalisiert	-	0,10%	0,15%	0,88%	1,94%

* 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 30/06/2014.

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.



CARMIGNAC GESTION Luxembourg
City Link - 7, rue de la Chapelle L-1325 Luxembourg
Tél : (+352) 46 70 60 1 - Fax : (+352) 46 70 60 30
www.carmignac.com

Carmignac Gestion, Vermögensverwaltungsgesellschaft (AMF-Zulassungsnummer GP 97-08 vom 13.03.1997). Aktiengesellschaft mit einem Grundkapital von 15.000.000 Euro - Handelsregister Paris B 349 501 676.

Carmignac Gestion Luxembourg, Tochtergesellschaft der Carmignac Gestion. OGAW-Verwaltungsgesellschaft (CSSF-Zulassungsnummer vom 10.06.2013). Aktiengesellschaft mit einem Grundkapital von 3.000.000 Euro - Handelsregister Luxemburg B67549