

Carmignac's Note

APRIL 2015 // N°78



VON DIDIER SAINT-GEORGES

*Mitglied des Investmentkomitees
Managing Director*

Seit Ben Bernanke, der damalige Präsident der Fed, am 19. März 2009 das erste Programm der geldpolitischen Lockerung („Quantitative Easing“) angekündigt hatte, war die zentrale Frage klar: bis zu welchem Punkt rechtfertigt die für eine Zentralbank bestehende Notwendigkeit der Bekämpfung des wirtschaftlichen Risikos mittels einer unkonventionellen Politik der monetären Reflation die Gefährdung der Stabilität des Finanzsystems durch die Schaffung von Blasen innerhalb bestimmter Anlageklassen? Wahrscheinlich ermutigt durch die Erfahrungen in den USA, wo besagte Lockerung bisher gelungen zu sein scheint, beantwortet die Europäische Zentralbank diese Frage heute ganz eindeutig: die Bekämpfung des wirtschaftlichen Risikos hat absoluten Vorrang und mit dem Risiko für das Finanzsystem wird sich, sofern notwendig, später befasst. Der seit Jahresanfang an den Märkten herrschende Enthusiasmus

es darum, dass die Märkte Unterstützung erhalten, solange der Glaube gewahrt wird, sie dabei jedoch gleichzeitig immer anfälliger werden.

Die geldpolitische Illusion

In den USA ist die Debatte über die Wirksamkeit des Quantitative Easing immer noch nicht beendet.

Das Schlimmste, das Anfang 2009 möglich gewesen wäre, wurde zweifellos verhindert, und dank der Senkung der Hypothekenzinsen konnten sich die Immobilienpreise wieder erholen. Nach 4.000 Milliarden von der Fed aufgekauften Anleihen hat der S&P-Index jedoch 170% zugelegt, wenngleich das Wirtschaftswachstum pro Jahr nach wie vor nicht mehr als 2,5% beträgt. Ferner ist das durchschnittliche jährliche Haushaltseinkommen in den USA heute immer noch 9% niedriger als 1999. Der „wirtschaftliche Ertrag“ des Quantitative Easing ist gering, da der positive Effekt für das Vermögen der Banken und wohlhabendsten Sparer nicht ausreicht,

um die Beeinträchtigung des Konsums und der Investitionen durch den Schuldenabbau auszugleichen. Offensichtlich hat die Finanzkrise, wie in Japan ab den 1990er-Jahren, nicht nur die Produktion zerstört, sondern auch das potenzielle Wachstum. In der Eurozone, wo das Exposure an den Finanzmärkten noch viel geringer ist als in den USA, kann man sich schlecht vorstellen, welche verheerenden Auswirkungen die geldpolitische Lockerung auf die Wirtschaft haben

könnte. So erreicht das Wachstum in der Eurozone angesichts des unverhofften Zusammenspiels eines seit Juni 2014 um 25% gefallenen Euros, historisch niedriger Zinsen, rekapitalisierter Banken und des Sicherheitsnetzes der EZB in diesem Jahr mit viel Mühe 1,5%. Und Mario Draghi selbst bemerkte jüngst, dass die Arbeitslosenquote in der Eu-

Eine zerbrechliche Welt



© Thinkstock

„Die zusätzlichen massiven Liquiditätsspritzen verwandeln die Märkte in Fässer, die kurz vor dem Überlaufen sind.“

bestätigt, dass die überwiegende Mehrheit der Anleger ihre Wahl gemäß der Pascalschen Wette getroffen hat: sie glauben trotz Zweifeln an die Wirksamkeit der Maßnahme von Mario Draghi, da sie zumindest auf kurze Sicht förderlich für die Märkte ist. Bei dieser Wette geht

rozone innerhalb von 18 Monaten wohl kaum sinken werde.

Eine Welt in der Liquiditätsflut

Der Widerspruch, der sowohl die Ursache des Marktaufschwungs als auch der wachsenden Anfälligkeit des Finanzsystems ist, besteht darin, dass das fehlende Resultat für die Zentralbanken die Rechtfertigung für das Festhalten an der finanziellen Unterstützung je nach Bedarf und in all ihren Formen darstellt. Mario Draghi hat sich für den Kauf von Anleihen im Wert von 60 Milliarden Euro



pro Monat bis September 2016 verpflichtet, und Janet Yellen gab an, dass die Bedrohung durch die Deflation sowie die Instabilität der US-Wirtschaft keine schnelle Normalisierung der Geldpolitik der Fed zulassen. Die Bank of Japan wird innerhalb des Archipels weiter gegen eine Inflationsrate kämpfen, die im Februar wieder auf -0,2% gesunken ist, während die chinesische Volksbank ihre geldpolitische Lockerung beschleunigen muss, um den Wachstumsrhythmus der chinesischen Wirtschaft zu stabilisieren. Die mit Liquidität überschwemmten Märkte werden also weiter von diesem

„Es ist essentiell, bei der Verwaltung umso mehr Flexibilität aufzubieten, als das Finanzsystem schon so viel davon verloren hat.“

Glücksfall profitieren. Wenn Anleihen im Wert von mehr als 2.000 Milliarden Dollar weltweit (80% davon aus der Eurozone) heute eine negative Rendite erzielen, dann verwandeln die zusätzlichen massiven Liquiditätsspritzen die Märkte in Fässer, die kurz vor dem Überlaufen sind: dadurch, dass die Anleger diese nun meiden, übertragen sich die sehr hohen Preise für „risikofreie“ Anleihen auf alle Anlageklassen. Der durch das Zusammenschrumpfen der Anleiherenditen bedingte Anstieg der Risikoprämie (Renditeaufschlag für Aktien im Vergleich zu Staatsanleihen) bietet so eine Rechtfertigung für die hohen Bewertungen an den Aktienmärkten. So erreichen beispielsweise in der Eurozone die Kurs-Gewinn-Verhältnisse heute die Zahl 16. Daraus ergibt sich nicht nur eine Verdoppelung der Kennzahlen von vor drei Jahren, sondern auch ein Niveau, das vier Standardabweichungen über dem Durchschnitt der letzten zehn Jahre liegt (in anderen Worten 40% über diesem Durchschnittswert). So verursacht die EZB letztendlich durch ihre Verpflichtung zum massiven (das 2,5-Fache der Nettoemission von Staatsanleihen, während Ben Bernankes QE1 und QE2 im Durchschnitt lediglich die Hälfte der Nettoemission US-amerikanischer Staatsanleihen ausmachten) und verspäteten (die Zinsen für Staatsanleihen sind bereits äußerst niedrig) Aufkauf von Anleihen Kursstörungen bei Finanzanlagen in nie dagewesenen Ausmaß.

Eine heikle Situation

In seinem Werk *Antifragile* betont Nassim Taleb, inwieweit der Mangel an Flexibilität durch das Verhindern einer wirksamen Reaktion auf ein negatives Ereignis ein entscheidender Fragilitätsfaktor ist. Nun charakterisiert diese Schwäche die derzeitige Situation in vielerlei Hinsicht. Entsprechend lassen die äußerst lockeren Geldpolitiken der großen Zentralbanken ihnen kaum zusätzlichen Handlungsspielraum, um den nächsten zyklischen Konjunkturabschwung zu dämpfen. Ebenso entzieht der Verschuldungsgrad der Regierungen diesen jegliche Flexibilität im Hinblick auf die Haushalte. Des Weiteren erreicht das in die Wirksamkeit der EZB-Maßnahmen gesetzte Vertrauen Spitzenwerte, die eventuell für die Märkte äußerst kostspielige Missverständnisse bzw. Fehler in Sachen Geldpolitik zur Folge haben könnten (wenn man davon ausgeht, dass dieses Vertrauen eine Eigendynamik hat, welche die Hause an den Märkten aufrechterhält, und die dann als Beleg dafür gesehen wird, dass die geldpolitische Lockerung „funktioniert“). Die von der EZB verfolgte Politik der monetären Reflation ist in zunehmendem Maße unangemessen angesichts der wachsenden Überschüsse in Deutschland. Letztendlich wird der Rückgang der Inflationserwartungen, welcher den Zentralbanken das Festhalten an der relativ heiteren Nullzinspolitik ermöglichte, schon bald durch den zyklischen Anstieg der Energiepreise eingeschränkt werden. Durch die Verstärkung der Ungleichgewichte hat das Finanzsystem viel an Flexibilität eingebüßt. Wenngleich dieser Verlust an sich in keiner Weise auf einen bevorste-

henden „Unfall“ hindeutet, so erhöht er die Risiken dennoch beträchtlich.

Die Notwendigkeit der Flexibilität

Der weltweite Wirtschaftsaufschwung, der sich seit einigen Monaten erahnen lässt und durch die Erholung in Europa und insbesondere Indien gestützt wird, verleiht dem Optimismus der Anleger bezüglich Aktien Auftrieb. Und die Einstellung der Zentralbanker, allen voran Mario Draghi, bestärkt sie in dem Glauben, dass die Zinsen vor diesem Hintergrund trotzdem weiterhin äußerst niedrig bleiben werden. Der Wunsch, von dieser heilen Welt zu profitieren, ist durchaus legitim, und auch wir möchten nicht darauf verzichten. Das geht jedoch nur unter der Bedingung, bei der Verwaltung umso mehr Flexibilität aufzubieten, als das Finanzsystem schon so viel davon verloren hat. Wie wir in unserer Januar-Note bereits erwähnt haben („Vorsorgen ist besser als voraussagen“), ist es in einer instabilen Welt von entscheidender Bedeutung, das Exposure in Aktien, Zinssätzen und Devisen zügig anpassen zu können sowie Investitionen in Unternehmen den Vorzug zu geben, die selbst flexibel sind, d. h. kaum Schulden haben und Cashflow generieren.

Letzte Überarbeitung am 31. März 2015

Kennzahlen der Ergebnisse des Index Eurostoxx über 10 Jahre



Quelle: Evercore ISI, 27/03/2015

ANLAGESTRATEGIE



DEVISEN

An den Devisenmärkten herrschte im Verlauf des Monats hohe Volatilität mit einem Eurokurs, der gegenüber dem US-Dollar zwischen 1,12 und 1,05 schwankte. Wir haben diese Spannbreite zur Anpassung unserer Währungsallokation genutzt, indem wir unsere Gewichtung des US-Dollars auf ein Übergangsniveau verringert haben. Die schwächsten Schwellenländerwährungen werten ihrerseits weiter ab. Dies ist insbesondere der Fall für den brasiliensischen Real. Unsere Währungssabsicherung profitierte von der Abwertung der brasilianischen Währung um knapp 10% innerhalb des Monats umfassend.



ANLEIHEN

Die Umsetzung des Programms der geldpolitischen Lockerung der EZB ist bei den deutschen langfristigen Anleihen angesichts der Knappheit des Basiswerts viel stärker spürbar. Angesichts eines Zinssatzes von rund 0,20% für 10-jährige Anleihen haben wir eine Verkaufsposition auf dieses Segment eingerichtet, da die Bewertung nunmehr extrem ist. Wenngleich die Zuflüsse dieses Verhalten der deutschen Anleihen kurzfristig erklären können, so können jedoch weder die Lage der deutschen Wirtschaft – die in erster Linie vom schwachen Euro profitiert – noch die Inflationserwartungen – gestützt durch das unerschütterliche Versprechen der EZB – dieses Niveau mittelfristig rechtfertigen. Parallel dazu nehmen wir in disziplinierter Form weiterhin Gewinne bei den Staatsanleihen der europäischen Peripherieländer mit. Diese blieben im Verlauf des Monats relativ stabil. Abschließend haben wir eine kleine Position in Verbriefungsprodukten eingerichtet, die attraktive Renditen sowie dank des Ankaufprogramms des EZB eine bessere Liquidität bieten.



AKTIEN

Die Aktienmärkte erfuhrten im März eine Korrektur in Verbindung mit einem Anstieg der Volatilität. Lediglich die Märkte der Eurozone und Japans haben, vor dem Hintergrund der andauernden Unterstützung vonseiten ihrer jeweiligen Zentralbanken, den Monat mit einem soliden Plus abgeschlossen. Unsere Positionierung begünstigt weiterhin Werte, deren Gewinnperspektiven eher von ihren inneren Werten als einer Verbesserung des wirtschaftlichen Umfelds abhängen. Dieser Ansatz erklärt unsere mittelfristige Vorsicht hinsichtlich der Verstärkung der wirtschaftlichen Ungleichgewichte. Entsprechend haben wir uns am Börsengang des spanischen Flughafenbetreibers Aena beteiligt, bei dem die solide Wettbewerbsposition sowie das Optimierungspotenzial der Kostenbasis unabhängig vom Konjunkturzyklus für einen ordentlichen Anstieg der Ergebnisse sorgen sollten.



ROHSTOFFE

Der Carmignac Portfolio Commodities hat seinen Referenzindikator im März trotz der starken Schwankungen des Rohölpreises im Laufe des Monats deutlich übertroffen. Unser ausgewogenes Exposure in Werten, die in unterschiedlichen Szenarien bei den Rohstoffpreisen ein attraktives Risiko/Renditeprofil bieten können, zahlt sich also weiterhin aus. Unsere Suche nach unterbewerteten Energiegesellschaften, die von einem stetigen Anstieg des Ölpreises profitieren könnten, hat uns dazu veranlasst, eine Position in der Öl-Servicefirma Halliburton zu eröffnen. Wir bleiben weiterhin vorsichtig gegenüber den großen Ölgesellschaften in ihrer Gesamtheit, da bei ihrer aktuellen Bewertung bereits ein Ölpreis berücksichtigt wurde, der deutlich über dem aktuellen liegt.



DACHFONDS

Unsere Dachfonds verzeichneten über den Monat eine positive Performance. Wir haben unser Exposure im Vergleich zum Maximum leicht reduziert, um die Korrektur an den Aktienmärkten zu berücksichtigen, bevor wir sie am Ende des Monats wieder bis knapp auf das zulässige Maximum anhoben. Wir behalten ferner eine konstruktive Positionierung bei unserer sektorbezogenen und geografischen Titelauswahl bei.

FONDS PERFORMANCE

	NAV	2015	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre
Carmignac Investissement A EUR acc	1 297,40	16,55%	33,32%	50,13%	61,29%
MSCI AC World NR (Eur)		15,27%	35,28%	65,40%	82,22%
Carmignac Portfolio Grande Europe A EUR acc	190,78	10,04%	19,58%	40,52%	45,67%
Stoxx 600 NR (Eur)		16,67%	22,08%	60,45%	60,30%
Carmignac Euro-Entrepreneurs A EUR acc	304,61	15,79%	23,23%	67,76%	87,81%
Stoxx 200 Small NR (Eur)		16,54%	16,02%	65,42%	72,80%
Carmignac Emergents A EUR acc	878,63	17,16%	26,64%	20,85%	46,80%
MSCI Emerging Markets NR (Eur)		15,19%	28,89%	22,37%	28,16%
Carmignac Portfolio Emerging Discovery A EUR acc	1 340,53	10,21%	22,99%	27,45%	39,38%
50% MSCI EM SmallCaps NR (Eur) + 50% MSCI EM MidCaps NR (Eur)		16,27%	28,69%	28,70%	31,07%
Carmignac Portfolio Commodities A EUR acc	308,84	7,70%	14,01%	-4,43%	-3,84%
Carmignac Commodities Index*		9,22%	6,93%	1,54%	2,94%
Carmignac Patrimoine A EUR acc	698,89	12,63%	23,51%	31,50%	39,78%
50% MSCI AC World NR (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)		12,55%	28,15%	40,57%	59,00%
Carmignac Portfolio Emerging Patrimoine A EUR acc	114,91	12,59%	19,80%	10,49%	-
50% MSCI EM NR (Eur) + 50% JP Morgan GBI EM Global diversified		11,70%	21,31%	16,23%	-
Carmignac Euro-Patrimoine A EUR acc	319,50	2,54%	6,46%	8,61%	21,24%
50% EuroStoxx 50 NR (Eur) + 50% Eonia kapitalisiert		8,91%	10,02%	27,32%	18,51%
Carmignac Profil Réactif 100 A EUR acc	215,22	12,94%	25,46%	34,02%	42,44%
MSCI AC World NR (Eur)		15,27%	35,28%	65,40%	82,22%
Carmignac Profil Réactif 75 A EUR acc	234,50	11,21%	21,69%	27,86%	34,98%
75% MSCI AC World NR (Eur) + 25% Citigroup WGBI (Eur)		13,91%	31,68%	52,89%	70,73%
Carmignac Profil Réactif 50 A EUR acc	189,58	8,65%	16,44%	18,69%	25,73%
50% MSCI AC World NR (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)		12,55%	28,15%	40,82%	59,00%
Carmignac Portfolio Global Bond A EUR acc	1 385,62	11,91%	22,99%	32,19%	47,29%
JP Morgan Global Government Bond (Eur)		10,66%	23,54%	19,69%	38,99%
Carmignac Sécurité A EUR acc	1 725,10	1,70%	2,31%	9,25%	14,31%
Euro MTS 1-3 Jahre		0,52%	1,59%	7,23%	9,10%
Carmignac Portfolio Capital Plus A EUR acc	1 201,89	3,27%	4,04%	12,28%	17,72%
Eonia kapitalisiert		-0,01%	0,04%	0,32%	1,66%
Carmignac Court Terme A EUR acc	3 767,87	0,01%	0,14%	0,58%	2,08%
Eonia kapitalisiert		-0,01%	0,04%	0,32%	1,66%

* 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 31/03/2015.

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.