



VON DIDIER SAINT-GEORGES

Mitglied des Investmentkomitees

Auf den ersten Blick ist alles ganz einfach. Den Industriestaaten, und insbesondere Europa, geht es zunehmend besser. Diese uns nahe liegende und verständliche Welt hat ihre systemischen Risiken abgebaut und ist dabei, sich aus der Rezession zu befreien. Gleichzeitig türmen sich in der Welt der Schwellenländer – von Argentinien bis China, von Venezuela bis zur Ukraine – immer mehr Risiken auf, während Japan, das sich den Abenomics verschrieben hat, auf der Stelle tritt. Warum also das höhere Risiko eingehen und weltweit investieren? Ebenso ließen sich alle Anlagen auf das so nahe liegende Europa konzentrieren, wo zudem die Kurse weit weniger heftig ausschlagen.

„DAS BEENDEN EINER KREDITKRISE IST NIE EINE LEICHTE AUFGABE IST AUSSERGEWÖHNLICH KOMPLEX.“

Diese gängige Ansicht scheint dem gesunden Menschenverstand zu entspringen. Jeder Konsensmeinung hängt jedoch der Verdacht an, sich nur deshalb durchzusetzen, weil sie dem Wunsch der Mehrheit entspricht. Wer aber der Versuchung erliegt, für wahr zu halten, was wünschenswert erscheint, läuft Gefahr, es sich zu einfach zu machen. Unsere einfach gestrickten Wahrheiten zerreiben sich angesichts der Komplexität der Wirklichkeit nur allzu schnell. Zu glauben, auf ein globales Anlagemanagement, das

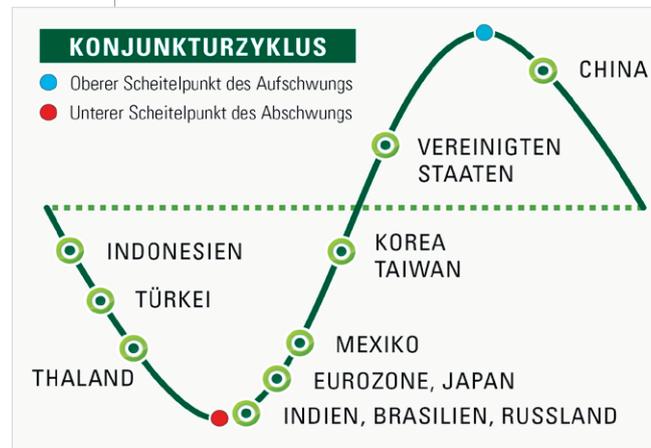
dieser Komplexität gerecht würde, ließe sich heute verzichten, erscheint uns eine Illusion. Die gegenseitige Abhängigkeit der Finanzmärkte und die ungleiche Entwicklung in den großen Wirtschaftsräumen sprechen mehr als sonst für eine geographische Diversifizierung, für die Berücksichtigung aller Anlageklassen und für ein besonders aufmerksames Risikomanagement.

Die beispiellosen Eingriffe der Fed, der EZB, der Bank of England und zuletzt der Bank of Japan und der meisten Zentralbanken der Schwellenländer in die Finanzmärkte haben in allen Ländern den Konjunkturzyklus massiv beeinträchtigt. Das Beenden einer Kreditkrise ist nie eine leichte Aufgabe – doch die aktuelle Krise, die die Mehrheit der Länder betrifft, ist außergewöhnlich komplex. Die großen Volkswirtschaften der Welt befinden sich derzeit an sehr unterschiedlichen Stufen des Konjunkturzyklus – zum Teil weil sie zu unterschiedlichen Zeitpunkten von der Krise getroffen wurden, zum Teil weil ihre Geldpolitiker unterschiedlich drastisch reagierten. So zieht das Wachstum in den USA bereits wieder an, während sich die Eurozone gerade erst wieder stabilisiert. China befindet sich bereits im Stadium des Wachstumsrückgangs, während Mexiko ziemlich genau den Zyklus in den USA verfolgt und Indien kurz vor der Erholung steht. Diese Vielschichtigkeit wird von den meisten Beobachtern übersehen, die lediglich eine entwickelte Welt am Beginn und ein einheitliches Schwellenländeruni-

Alles wie gehabt: Die Welt ist eine Scheibe!

versum am Ende der Wachstumsphase erkennen wollen.

Das Zusammenspiel zwischen den Volkswirtschaften einer globalisierten Welt verstärkt die Komplexität zusätzlich. So haben die umfangreichen geldpolitischen Maßnahmen, mit denen die Fed die Er-



© Morgan Stanley Research, Januar 2014

holung der US-Wirtschaft unterstützte, in vielen anderen Ländern zu erheblichen Verwerfungen geführt. Diese müssen nun auf die jetzt wieder rückläufige Liquiditätsschwemme sehr umsichtig reagieren. Ländern mit einem Leistungsbilanzdefizit bleibt keine andere Wahl, als die Zinsen zu erhöhen, um eine Kapitalflucht zu vermeiden, die eine überzogenen Abwertung ihrer Währung nach sich ziehen könnte. Eine derartige, von außen „auferlegte“ geldpolitische Straffung trifft zwangsläufig die schwächsten Länder, die mit derartigen Maßnahmen Gefahr laufen, ihre wirtschaftliche Erholung weiter zu verzögern. Dies gilt beispielsweise für die Türkei, für Südafrika oder auch für Brasilien.



Daneben gibt es andere Länder, in denen die weltweit rückläufige Liquidität zu einer Schwächung der Währung führt, bei denen es sich aber eher um ein Phänomen der „Ansteckung“ handelt, als um eine Kapitalflucht. Beispiele hierfür wären Mexiko oder auch Indien. Diese Länder verfügen über ein solides oder zumindest vielversprechendes wirtschaftliches Fundament, sodass eine Abwertung ihrer Währung – sofern sie gemäßigt bleibt – eher deren Wettbewerbsfähigkeit stärkt, und weniger ein Fluch bedeutet.

„KEINE VOLKSWIRTSCHAFT KANN FÜR SICH IN ANSPRUCH NEHMEN, GEGEN DIE AUSWIRKUNGEN DER GLOBALEN KOMPLEXITÄT IMMUN ZU SEIN.“

Für die Eurozone ist dieser Verfall der Währungen hingegen echtes Gift. Bei einem Wechselkurs von nahezu 1,38 gegenüber dem US-Dollar wird die toxische Wirkung des starken Euro auf das Wachstum in der Währungsunion ebenso spürbar wie auf die sinkenden Gewinnerwartungen der Unternehmen. Dieser rezessive Effekt verschärft die aufgrund der geringen Bereitschaft der Banken zur Kreditvergabe ohnehin angespannte Lage zusätzlich, insbesondere in Südeuropa. Auch der schwache Yen stützt diese deflationären Tendenzen: Über die vergangenen sechs Monate ist die Inflation in der Eurozone um annualisiert 0,81% gefallen, in Spanien gar um 3%, sodass sich nun wieder die Frage um die künftige Entwicklung der Staatsschuldenquoten stellt. Möglicherweise wird Mario Draghi, der gefeierte „Retter der Eurozone“, bald wieder eingreifen müssen. Und schließlich könnte eine mögliche Intervention Russlands in der Ukraine, deren mit Abstand wichtigster Handelspartner die Europäische Union ist, weitere wirtschaftliche Belastungen nach sich ziehen. In China liegen die Dinge wieder anders. Chinas Konjunktur befindet sich bereits wieder in einer Phase der Abkühlung. Gleichzeitig muss das Land die zahlreichen Probleme lösen, die sich aus seiner Reaktion auf die Krise von 2008 ergeben haben (Aufblähung des Kreditvolumens, Entstehung des Schattenbankensektors usw.). Diese erheblichen Herausforderungen

könnten das chinesische Wirtschaftswachstum noch stärker belasten. Andererseits verfügt China – sowohl in den Bilanzen der Geschäftsbanken als auch in den Reserven der Zentralbanken – über enorme Liquiditätsrücklagen, die das Land gegenüber einem Schwund der globalen Liquidität weit weniger anfällig machen als andere (zumal die chinesischen Kapitalmärkte weitgehend abgeschottet bleiben). Darüber hinaus hat China mittlerweile umfangreiche Struktur-reformen eingeleitet.

Japan, schließlich, befindet sich wiederum auf einem völlig anderen Weg: Mithilfe einer ausgesprochen wagemutigen Geld- und Fiskalpolitik versucht Japan einer nunmehr seit 20 Jahren währenden Deflationsspirale zu entkommen. Die Last, den Erfolg dieser Politik zu beweisen, trägt Japans Politik alleine, während die Märkte, angesichts des Ausmaßes der Herausforderungen, immer wieder in Skepsis verfallen.

Insgesamt sind die verschiedenen Situationen also wenig vergleichbar und voneinander weitgehend unabhängig. Keine Volkswirtschaft kann für sich in Anspruch nehmen, gegen die Auswirkungen der globalen Komplexität immun zu sein. Und die Unbilden des Wetters und der Geopolitik verstärken diese Komplexität noch. Jeder augenscheinlichen Selbstverständlichkeit ist deshalb mit Vorsicht zu begegnen. Stattdessen scheint vielmehr angezeigt, Entscheidungen zu überprüfen (werden die Bewertungen von realistischen Wach-

tumsaussichten gestützt, berücksichtigt der Abzinsungsfaktor den Trendwechsel am Anleihemarkt, sprechen einige Kaufentscheidungen der Anleger nicht für ein überzogenes Vertrauen oder gar für den Leichtsinns der Anleger?), und nicht alles auf eine Karte zu setzen, selbst wenn dies eine naheliegende und vielversprechende Option zu sein scheint. Zudem geht es jetzt auch darum, die Bedeutung der langfristigen Trends und der Unternehmen, die hiervon profitieren, nicht aus dem Auge zu verlieren (in China beispielsweise die Antworten auf die enorme Luftverschmutzung sowie das steigende Lohnniveau, in den USA die wirtschaftlichen Chancen des mobilen Internets oder der sinkenden Energiekosten usw.). Und schließlich ist der Moment gekommen, ein reiches Arsenal an Instrumenten des Risikomanagements vorzuhalten, das unter anderem Anleihen berücksichtigt. Das globale Anlagenmanagement erfordert viel Aufmerksamkeit und gleich noch nie der Fahrt auf einem langen, ruhigen Fluss. Es erreicht vielmehr immer wieder Etappen, an denen es sich den verlockenden Sirenen der simplen Wahrheiten widersetzen und auf seine eigentliche Aufgabe besinnen muss: Sich die Komplexität der Märkte zunutze zu machen, um langfristig die beste risikobereinigte Rendite zu erzielen.

Redaktionsschluss: 4. März 2014





DEVISEN

Die beschleunigte Abwertung des Yen am Ende des Jahres 2013 veranlasste uns, am Jahresanfang die Gewinne auf unsere Verkaufspositionen in Yen mitzunehmen. In Bezug auf die Benchmark bleiben wir jedoch untergewichtet, weil der zugrunde liegende Trend der japanischen Währung weiterhin abwärts weist. Unsere globale Währungsallokation favorisiert immer noch den US-Dollar. Das entsprechende Exposure hat sich seit Jahresbeginn nicht verändert. Zum Monatsende belief es sich auf 67% in Carmignac Patrimoine und auf 87% in Carmignac Investissement. Diese Position spiegelt unsere Überzeugung wider, dass die Wachstums- und Zinsdifferenzen die USA begünstigen und dass der US-Dollar im Rahmen unserer globalen Strategie dem Risikomanagement dienen kann.



ANLEIHEN

Zum Jahresbeginn blieb die Volatilität der zehnjährigen US-Staatsanleihen hoch. Im Februar verharrte die Rendite insgesamt gesehen auf demselben Niveau, verzeichnete jedoch zuerst einen Anstieg und dann einen Rückgang. Vor diesem Hintergrund waren wir bestrebt, die Volatilität der Anleihen mithilfe von Optionen, die den Portfolios im Fall eines Zinsanstiegs Schutz gewähren, zu glätten und gleichzeitig die Kosten einer solchen Absicherung im Fall eines Zinsrückgangs in Grenzen zu halten. Neben der negativen modifizierten Duration der US-Anleihen halten wir an unseren Kernpositionen in südeuropäischen (hauptsächlich italienischen und spanischen) Staatsanleihen und in Hochzinsanleihen privater Emittenten fest. Gleichzeitig haben wir begonnen, einige Positionen in Wandelanleihen aufzubauen, die von den sichersten Ländern wie der Schweiz und Großbritannien begeben wurden. Wegen der negativen modifizierten Durati-

on der US-Anleihen betrug die globale modifizierte Duration von Carmignac Patrimoine zum Monatsende -1,8. Die modifizierte Duration von Carmignac Emerging Patrimoine, Carmignac Global Bond, Carmignac Sécurité und Carmignac Capital Plus zeugt mit 3,4, 0,7, 1,6 bzw. 1,5 ebenfalls von einem vorsichtigen Ansatz.



AKTIEN

Nach der Korrektur Ende Januar legten die Aktienbörsen im Februar mehr als 4% zu. Die allgemeine Kurserholung verschleiert allerdings große Differenzen zwischen Ländern, Branchen und einzelnen Titeln. Vor diesem Hintergrund sind wir weiterhin bestrebt, mit unserer Allokation das Risiko der globalen Fonds durch stark diversifizierte Anlagethemen breiter zu streuen und gleichzeitig überzeugende Entscheidungen im Rahmen der Länder-, Branchen- und Titelauswahl zu treffen. Die Papiere, die im Februar am besten abschnitten, spiegeln diesen Ansatz wider. Zu ihnen zählen Internetwerte wie Facebook, Google und Baidu, Titel wie LyondellBasell, die der Energierevolution in den USA ausgesetzt sind, Unternehmen wie Las Vegas Sands, Wynn Macau und Yum Brands, die vom Konsum in China profitieren, sowie der indische Mischkonzern Larsen & Toubro.



ROHSTOFFE

Carmignac Commodities verzeichnete im Monatsverlauf eine solide positive Performance. Der Fonds profitierte voll vom Exposure im Energiesektor. Ende Februar verbuchten unsere Positionen, die mit der Energierevolution in den USA verbunden sind wie EOG Resources und Continental Resources in der Exploration-Produktion und LyondellBasell in der Chemie, erfreuliche Wertzuwächse.



DACHFONDS

Unsere Dachfonds verzeichneten im Monatsverlauf eine positive Performance. Anfang des Monats erhöhten wir unsere Positionen in den globalen Fonds (in erster Linie Carmignac Patrimoine und Carmignac Global Bond) und diversifizierten damit gleichzeitig die Allokation stärker. Im Zusammenspiel mit dem taktischen Abbau unseres Aktienexposure ermöglicht uns die höhere Diversifikation, das Risiko in unseren Dachfonds zu verringern. In Carmignac Profil Réactif 100, 75 und 50 betrug das Aktienexposure zum Monatsende 89%, 64% und 42%.

FONDS PERFORMANCE

| | NAV | 2014 | 1 Jahr | 3 Jahre | 5 Jahre |
|-----------------------------------------------------------------------|-----------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| Carmignac Investissement A EUR acc | 975,58 | -3,26% | 7,44% | 13,46% | 77,17% |
| <i>MSCI AC World NR (Eur)</i> | - | 0,40% | 11,85% | 21,77% | 106,29% |
| Carmignac Portfolio Grande Europe A EUR acc | 161,51 | 2,77% | 6,33% | 15,50% | 76,75% |
| <i>Stoxx 600 NR (Eur)</i> | - | 3,26% | 19,94% | 21,77% | 101,73% |
| Carmignac Euro-Entrepreneurs A EUR acc | 248,86 | 4,29% | 16,70% | 36,81% | 122,93% |
| <i>Stoxx 200 Small NR NR (Eur)</i> | - | 6,81% | 27,65% | 31,76% | 166,50% |
| Carmignac Emergents A EUR acc | 674,51 | -4,88% | -11,92% | 0,61% | 92,34% |
| <i>MSCI Emerging Markets NR (Eur)</i> | - | -3,62% | -11,03% | - | - |
| Carmignac Portfolio Emerging Discovery A EUR acc | 1 049,34 | -2,41% | -8,77% | -2,05% | 119,12% |
| <i>50% MSCI EM SmallCaps NR (Eur) + 50% MSCI EM MidCaps NR (Eur)</i> | - | -0,79% | -8,80% | -7,85% | 116,29% |
| Carmignac Portfolio Commodities A EUR acc | 269,30 | 1,29% | -4,34% | -35,10% | 54,48% |
| <i>Carmignac Commodities Index*</i> | - | -0,50% | -2,87% | - | - |
| Carmignac Patrimoine A EUR acc | 563,68 | -1,16% | 0,65% | 9,56% | 31,34% |
| <i>50% MSCI AC World NR (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i> | - | 1,46% | 4,21% | 15,14% | 57,18% |
| Carmignac Portfolio Emerging Patrimoine A EUR acc | 94,03 | -3,02% | -16,73% | - | - |
| <i>50% MSCI EM NR (Eur) + 50% JP Morgan GBI EM Global diversified</i> | - | -2,37% | -12,95% | - | - |
| Carmignac Euro-Patrimoine A EUR acc | 301,87 | -0,67% | -2,31% | 11,66% | 25,30% |
| <i>50% EuroStoxx 50 NR (Eur) + 50% Eonia kapitalisiert</i> | - | 0,77% | 11,55% | 5,60% | 31,01% |
| Carmignac Profil Réactif 100 A EUR acc | 171,63 | -3,97% | -4,79% | 5,30% | 50,37% |
| <i>MSCI AC World NR (Eur)</i> | - | 0,40% | 11,85% | 21,77% | 106,29% |
| Carmignac Profil Réactif 75 A EUR acc | 192,74 | -2,67% | -4,70% | 5,44% | 35,75% |
| <i>75% MSCI AC World NR (Eur) + 25% Citigroup WGBI (Eur)</i> | - | 0,93% | 8,13% | 18,75% | 80,25% |
| Carmignac Profil Réactif 50 A EUR acc | 162,32 | -1,07% | -4,43% | 4,41% | 23,29% |
| <i>50% MSCI AC World NR (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i> | - | 1,46% | 4,21% | 15,14% | 56,18% |
| Carmignac Portfolio Global Bond A EUR acc | 1 111,64 | 2,15% | -2,36% | 14,95% | -1,47% |
| <i>JP Morgan Global Government Bond (Eur)</i> | - | 2,66% | -4,53% | 6,45% | 14,36% |
| Carmignac Sécurité A EUR acc | 1 680,54 | 0,75% | 3,28% | 9,31% | 21,11% |
| <i>Euro MTS 1-3 Jahre</i> | - | 0,57% | 2,12% | 7,48% | 11,15% |
| Carmignac Portfolio Capital Plus A EUR acc | 1 147,08 | 0,52% | 2,97% | 10,46% | 12,63% |
| <i>Eonia kapitalisiert</i> | - | 0,03% | 0,11% | 1,14% | 2,17% |
| Carmignac Court Terme A EUR acc | 3 762,10 | 0,04% | 0,21% | 1,49% | 2,57% |
| <i>Eonia kapitalisiert</i> | - | 0,03% | 0,11% | 1,14% | 2,17% |

* 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 28/02/2014.

Es wird darauf hingewiesen, dass die Wertentwicklung in der Vergangenheit kein zwingender Hinweis auf den künftigen Wertverlauf und über die Zeit nicht konstant ist. Dieses Dokument stellt weder eine Anlageberatung noch eine Finanzanalyse. Carmignac Gestion haftet weder für Entscheidungen, die auf Grundlage einer in diesem Dokument enthaltenen Information getroffen wurden oder nicht. Bis zum 31/12/2012 wurden die Referenzindikatoren für Aktien ohne reinvestierende Dividenden berechnet. Seit dem 01/01/2013 werden diese inklusive reinvestierender Dividenden berechnet und ihre Performance wird gemäß des Verkettungsverfahrens dargestellt.