

Drittes Quartal 2010

Konjunkturaussichten und Anlagestrategie

I - Konjunkturaussichten

► Europa bleibt unter Druck

Die europäische Wirtschaft leidet nach wie vor unter dem starken Deflationsdruck, der durch die Auswirkungen der Sparpolitik auf die Märkte noch verstärkt wird. Allerdings werden die Effekte der rigorosen Haushaltsdisziplin durch die ausgeprägte Schwäche des Euro seit November und die Beibehaltung einer zwangsläufig expansionistischen Geldpolitik teilweise ausgeglichen, wodurch die europäische Exportwirtschaft kräftigen Auftrieb erhält. Sind die in den meisten Mitgliedstaaten beschlossenen Sparprogramme ehrgeizig genug, um die Märkte in struktureller Hinsicht zu stützen? Dies bezweifeln wir doch sehr. Aber zumindest verschaffen sie ihnen in Verbindung mit dem Stützungsplan der EZB und des Internationalen Währungsfonds eine Atempause. Aber darüber hinaus bleibt Europa durch die hohe Staatsverschuldung, deren Abbau durch die schwachen Wachstumsperspektiven nicht einfacher wird, auf Dauer anfällig. Aus diesem Grund halten wir Schuldenkrisen weiterer Mitgliedstaaten auf mittlere Sicht für unausweichlich.

► In Erwartung einer Wiederbelebung der Exporte legen die USA in der Zyklusmitte eine Pause ein

In den Vereinigten Staaten tritt der Aufschwung auf der Stelle. Mehrere Frühindikatoren wie z.B. das Verbrauchervertrauen oder der ISM-Index des Verarbeitenden Gewerbes sind allmählich wieder rückläufig, und der Immobilienmarkt zeigt Anzeichen einer anhaltenden Schwäche (Rückgang der Neubauzahlen um über 30 % auf den niedrigsten Stand des gegenwärtigen Zyklus seit 2006). Die Verlangsamung des Auffüllens der Bestände, das 70 % zu den 2,7 Wachstumspunkten des ersten Quartals beigesteuert hatte, ist der Hauptauslöser der zu diesem Zykluszeitpunkt unvermeidbaren konjunkturellen Trendwende. Die US-Unternehmen hingegen trotzten der ausgeprägten Schwäche des US-Wachstums, denn sie erhalten weiteren Auftrieb durch die Effekte ihrer Rationalisierungsmaßnahmen und die wiedergewonnene Wettbewerbsfähigkeit im Export. Jedoch wurden sie durch den beispiellos abrupten Rückgang der Wirtschaftsaktivität Ende 2008 schwer erschüttert und agieren sowohl hinsichtlich Produktion als auch Schaffung von Arbeitsplätzen noch immer sehr zurückhaltend. Sie können nicht einfach auf den US-Konsumenten vertrauen, der infolge des schwindenden Hebeleffekts nicht mehr der Retter in der Not ist, der den Unternehmen in der Vergangenheit half, nach einer Rezession wieder auf den Wachstumspfad zu finden. Vor diesem Hintergrund denken wir, dass der Katalysator für die US-Unternehmen das Ende der restriktiven Geldpolitik in den großen Schwellenländern sein wird, wodurch sich der US-Exportwirtschaft automatisch neue Absatzwege eröffnen werden.

► **China entwickelt sich weiter dynamisch und wird von der Aufwertung des Yuan profitieren**

Im Schwellenländeruniversum hat Peking die vor allem zur Drosselung der Konjunktur eingeleitete geldpolitische Straffung fortgesetzt, indem die Kreditvergabe an die Unternehmen eingeschränkt wurde, wobei auch die Bildung einer Immobilienblase verhindert werden soll. Diese Politik trägt allmählich Früchte. Ferner wirkt sich die von den chinesischen Behörden beschlossene flexiblere Wechselkurspolitik positiv auf die Fähigkeit des Landes aus, auf dem Wachstumspfad zu bleiben und bei der globalen Neuausrichtung eine tragende Rolle zu spielen. So zeigt dieser währungspolitische Kurs in Verbindung mit der Entscheidung, den Forderungen nach Lohnerhöhungen nicht nur nachzugeben, sondern sie sogar zu fördern, den politischen Willen, das Wachstum künftig verstärkt durch den Binnenkonsum anzutreiben und dabei noch die Inflation zu drosseln.

► **Die neue globale Architektur mit den Schwellenländern als tragendes Element ist Realität geworden**

Nachdem sie bereits unter Beweis gestellt haben, dass ihre Wirtschaft auch bei einer Rezession in den Industrieländern wachsen kann, zeigen die Schwellenländer jetzt, dass sich die gegenseitige Abhängigkeit der beiden Universen zu ihren Gunsten umgekehrt hat. Die Nachhaltigkeit des globalen Wachstums hängt jetzt in erster Linie von der Qualität der Wirtschafts- und Geldpolitik in den Schwellenländern ab, die in den letzten Jahren zum Glück einen erfolgreichen Kurs gesteuert haben. So wird das durch die Drosselung der staatlichen und privaten Ausgaben induzierte Schwinden des Hebeleffektes in den Industrieländern die globale Neuausrichtung stärker als erwartet beschleunigen.

II- Anlagestrategie

I - Internationale Aktien

► Wir setzen auf die weitere Festigung des USD gegenüber dem EUR

In den Schwellenländern zeichnet sich das Ende der restriktiven Geldpolitik ab und wird zur Festigung ihrer Währungen beitragen. Daraus werden die USA weitaus größeren Nutzen ziehen als die europäischen Länder, die ihre Finanzen im Eiltempo sanieren müssen. So dürfte der USD nach der jüngsten Korrektur, die mit der Konjunkturabkühlung jenseits des Atlantiks einherging, auf Aufwärtkurs bleiben. Die Untergewichtung des EUR bleibt somit die wichtigste Schiene unserer Anlagepolitik, trotz der technischen Erholung des EUR zu Beginn des dritten Quartals, die wir für vorübergehend halten.

► In Erwartung eines Katalysators behalten wir die ausgewogene Portfoliostruktur bei

Das absehbare Ende der geldpolitischen Straffung in China könnte auf ein angespanntes Umfeld treffen, in dem eine Fortsetzung der seit April nach 13 aufeinanderfolgenden starken Haussemonaten beobachteten Kurskorrektur bei Aktien nicht auszuschließen ist. Allerdings ist im Kursrückgang, der sich bei den großen Industrieländerindizes bereits auf fast 20 % summiert, die gegenwärtige makroökonomische Stagnation bereits ausdrücklich berücksichtigt, so dass in Anbetracht der extrem niedrigen Zinsen die Bewertungen mittlerweile attraktiv sind. In Erwartung eines Kurskatalysators bleiben wir bei unserer Portfoliostruktur, mit der wir die Marktbewegungen im vergangenen Quartal gut abfedern konnten.

► Das Thema der Verbesserung des Lebensstandards in den Schwellenländern wurde aufgestockt

Das Thema der Verbesserung des Lebensstandards in den Schwellenländern wurde im Carmignac Investissement von 27,7 % auf 29,9 % aufgestockt. So haben wir die Gewichtung der asiatischen Unternehmen weiter erhöht, auf die derzeit fast 79 % dieses Investmentthemas entfallen. De facto ist der Pekinger Beschluss zur sehr allmählichen Aufwertung des Yuan eine sehr erfreuliche Nachricht für die gesamte Region. Am stärksten aufgestockt wurden Bank Central Asia und Astra International (Mischkonzern) in Indonesien sowie DLF Limited (Immobilienpromoter) und GMR Infrastructures in Indien.

► Aufgrund der Möglichkeit eines Rückschlags in Europa bleibt die Goldkomponente hoch

Die europäische Krise, die unserer Auffassung nach in den kommenden Monaten jederzeit wieder aufflammen kann, könnte zu weiteren haushaltspolitischen Exzessen führen, so dass Gold als sicherer Anlagewert weiter an Bedeutung gewinnt. Vor diesem Hintergrund haben wir die Gewichtung von Goldminen im Carmignac Investissement von 10,8 % auf 14,7 % angehoben, vor allem durch die Aufstockung der Positionen in Newmont, Red Back Mining, Goldcorp und Barrick Gold.

► **Das Thema des US-Wachstums wurde reduziert**

Bei den ersten klaren Signalen für eine Wachstumsverlangsamung jenseits des Atlantiks wurde das Thema des US-Wachstums im Carmignac Investissement signifikant von 17,8 % auf 11,7 % reduziert. US-Banken, ein Eckpfeiler dieses Anlagethemas, wurden trotz ihrer enttäuschenden Entwicklung des Berichtsquartals beibehalten. Wir bleiben bei unserer Auffassung, dass sie im Gegensatz zu den europäischen Banken die Sanierung ihrer Bilanzen abgeschlossen haben und dass angesichts der Notwendigkeit, in Zeiten eines schwindenden Hebeleffekts über ein möglichst solides Bankensystem zu verfügen, die US-Instanzen Realitätssinn beweisen und die erforderlichen Gesetzesänderungen mit Augenmaß beschließen werden, ohne den Sektor übermäßig zu belasten.

► **Rohstoffe: der Energiesektor bietet hohes Wertpotenzial**

Vor dem Hintergrund der US-amerikanischen Wachstumsverlangsamung wurde die Gewichtung des Metallsektors im Carmignac Investissement von 10,6 % auf 6,6 % des Fondsvermögens gesenkt. Angesichts der Folgen der durch die Offshore-Bohrungen von BP im Golf von Mexiko ausgelösten Ölkatastrophe litt der Ölzuliefersektor unter dem politischen Willen zur Beschränkung seiner Aktivität aus im gegenwärtigen Kontext verständlichen Sicherheitsgründen, die im Lauf der Zeit zwangsläufig an Bedeutung verlieren werden. Die betreffende Plattform gehört Transocean, am Vorkommen hält Anadarko Petroleum einen Minderheitsanteil. Somit zogen diese beiden Werte das Portfolio in Mitleidenschaft. Aufgrund unserer Beurteilung der Haftungsfrage haben wir nach Kursverlusten von über 40 % beide Positionen aufgestockt. Parallel dazu haben wir Seadrill (Norwegen) verkauft und Schlumberger sowie National Oilwell reduziert. Nach seiner drastischen Unterperformance weist dieses Investmentthema nunmehr ein hohes Wertpotenzial auf, das sich in den kommenden Wochen mit dem Erfolg im Kampf gegen die Ölpest allmählich konkretisieren dürfte.

II – Performancevektoren am Rentenmarkt

► **Staatsanleihen: gegenüber zweitklassigen Emittenten bleiben wir skeptisch**

Im vergangenen Quartal hat sich deutlich bestätigt, dass das Schwinden des Hebeleffekts in den Industrieländern in eine neue Phase getreten ist, in der die ökonomische Normalisierung nicht mehr ungestraft durch die Umwandlung privater in staatliche Schulden erfolgen kann. Da somit das wirtschaftliche Hauptrisiko die Deflation in den Industrieländern ist, halten eine Positionierung über die Duration am langen Ende der deutschen und US-amerikanischen Renditekurve nach wie vor für gerechtfertigt, wobei aufgrund der bescheidenen Renditen eine verstärkte Wachsamkeit jedoch oberstes Gebot ist. Da in einem Deflationsumfeld die Fähigkeit der Emittenten zur Tilgung ihrer Schuld in den Augen des Marktes ein wesentliches Kriterium ist, bleiben wir zweitklassigen staatlichen Emittenten gegenüber skeptisch. 7,5 % des Fondsvermögens des Carmignac Patrimoine entfallen auf Staatsanleihen.

► **Unternehmensanleihen: US-amerikanische und europäische Werte bieten Potenzial**

Auf Unternehmensanleihen entfallen 33 % des Fondsvermögens des Carmignac Patrimoine. Nachdem im Berichtsquartal die Risikoprämien nicht weiter rückläufig waren, wodurch der Hauptrenditevektor entfiel, verbessern sich die Fundamentaldaten dieser Anlageklasse weiter. So weisen die robustesten der US-amerikanischen und europäischen Emissionen im kurzen Laufzeitensegment durchaus Wertpotenzial und niedrige Risiken auf. Am Ende des Quartals haben wir den Druck auf bestimmte Sektoren zum Kauf von Papieren zu attraktiven Bewertungen genutzt. Einer der Neuzugänge ist die 5-jährige Anadarkoanleihe zu 9 %; und das zu einer Bewertung, in der die Ölpest bereits zum Großteil eingepreist ist. Ebenso könnten uns im europäischen Bankensektor glaubhafte Resultate aus den Stresstests in Verbindung mit Kapitalmaßnahmen nach der Veröffentlichung der Ergebnisse der Stresstests am 23. Juli

zur Aufstockung dieses Segments veranlassen. Generell wird die niedrige Verzinsung erstklassiger Staatsanleihen die Anleger dazu verleiten, höhere Renditen bei Unternehmensanleihen zu suchen; diese Entwicklung dürfte zu einem kräftigen Performancevektor werden.

► **Unsere Lokalwährungsanleihen wurden leicht aufgestockt**

Die Schwellenländeranleihen des Carmignac Patrimoine in Lokalwährung wurden von 6 % auf 7 % des Fondsvermögens aufgestockt. Die Zeiten ändern sich. In früheren Zeiten hätten Lokalwährungsanleihen unter dem Ansteckungseffekt gelitten, aber im Berichtsquartal haben sie sich gut geschlagen. So gaben die türkischen und mexikanischen Renditen um 0,25 % bzw. 0,70 % nach, während sich die jeweiligen Währungen um 5,7 % bzw. 6 % festigten. In Brasilien bewirkte die entschlossene Aktion der Zentralbank einen Anstieg der 2-jährigen Renditen um 0,35 %, der durch die Aufwertung des Real um fast 9 % zum Großteil kompensiert wurde. Wir beurteilen diese Portfoliokomponente weiterhin positiv und haben vor kurzem Indonesien aufgestockt.

► **Die Liquiditätsreserve wurde deutlich aufgestockt, die Positionierung im EUR beibehalten**

Die Liquiditätsreserve des Carmignac Patrimoine wurde deutlich von 8,7 % auf 19 % des Fondsvermögens aufgestockt. Im Berichtsquartal wurden 14 % der liquiden Mittel am US-Markt platziert, so dass der Fonds die Schwächung des EUR nutzen konnte. In einem Umfeld, in dem der USD weiterhin vom Wachstumsgefälle zu Gunsten der USA profitieren dürfte, bleiben wir bei unserer defensiven EUR-Positionierung.

Ansprechpartner für die Presse:

CARMIGNAC GESTION

Josipa FINK
Tel.: +33 1 70 92 33 74
jfink@carmignac.com

STOCKHEIM MEDIA

Anette Tepel
Tel.: + 49 221 4 20 75 38
at@stockheim-media.com

Das 1989 von Edouard Carmignac gegründete Unternehmen Carmignac Gestion zählt heute zu den wichtigsten unabhängigen europäischen Akteuren seiner Sparte. Das Kapital der Gesellschaft wird vollständig von der Geschäftsleitung und den Mitarbeitern gehalten. Diese stabile Aktionärsstruktur sichert den Fortbestand des Unternehmens und verleiht eine Unabhängigkeit, die einen grundlegenden Wert für ein erfolgreiches und ausgezeichnetes Fondsmanagement darstellt.

Carmignac Gestion verwaltet ein Vermögen in Höhe von mehr als 47 Mrd Euro. Euro und bietet allgemeine und spezialisierte Fonds sowie Dachfonds an. Die Fonds sind in 11 Ländern zum Vertrieb zugelassen: Deutschland, Österreich, Frankreich, Luxemburg, Schweiz, Belgien, Italien, Spanien, Niederlande, Schweden und Singapur. Im Rahmen seiner internationalen Entwicklung verfügt Carmignac Gestion seit 1999 über eine Tochtergesellschaft in Luxemburg und seit 2008 über 2 Repräsentationsbüros in Madrid und Mailand.