



VON DIDIER SAINT-GEORGES

Mitglied des Investmentkomitees

Bei heiterem Wetter ist die amerikanische Wirtschaftslokomotive besser zu sehen

Am Ende des ersten Quartals 2014 blieben die meisten großen Aktienmärkte unentschieden. Sechs Jahre nach der Krise von 2008 wirken die Börsen erschöpft. Vor dem Hintergrund der vielen Ungewissheiten sorgen sich die Marktteilnehmer um die weltweit zur Verfügung stehende Liquidität, den globalen Deflationsdruck, die zunehmenden geopolitischen Spannungen im Osten Europas sowie die schwächelnde Wirtschaft in den Schwellenländern, im Euroraum und sogar in den USA. Die Lage ist jedoch nicht so düster, wie sie aussehen mag. Das Trauma der systemischen Risiken liegt nun hinter uns und die meisten Märkte konnten in der Zwischenzeit ihre Exzesse korrigieren. Die anormal niedrigen Bewertungen, die letztes Jahr noch zum Preis einer hohen Risikoballung für erstaunliche Wertzuwächse sorgten, wurden berichtigt.

„DIE DYNAMIK DER US-WIRTSCHAFT WIRD UNTERSCHÄTZT.“

Ein wesentlicher Faktor dürfte allerdings auch heute noch unterschätzt werden: die Dynamik der US-Wirtschaft, die diesen Winter von der Kältewelle an der Ostküste vorübergehend gedämpft wurde. Die Berichtigung der Kennzahlen dürfte für die Aktien-, Devisen- und Anleihenmärkte umfassende Folgen haben.

Nach den hohen Verlusten infolge des Hurrikans Sandy Ende 2012 hielt die US-Wirtschaft 2013 dem Druck der Haushaltspolitik stand und bewies somit

erneut ihre Widerstandsfähigkeit. So beschleunigte sich das annualisierte BIP-Wachstum allmählich von 1,3% im ersten auf 2,6% im vierten Quartal. 2014 dürfen wir angesichts der Auswirkungen des außergewöhnlich harten Winters an der Ostküste nicht vergessen, dass der nachlassende Druck auf den Haushalt bereits mit 1 Prozentpunkt zum Jahreswachstum beiträgt. Infolge der Aufwärtskorrektur der Unternehmensgewinne erwarten die Analysten dieses Jahr in dem Bereich ein Wachstum von 9%. Das Vertrauen der Haushalte, die ihre Schulden weiter abbauen konnten, steigt seit dem Ende der Krise. Auch die Bankdarlehen verzeichneten in den letzten drei Monaten einen annualisierten Zuwachs von 8 bis 9%. Die Automobilverkäufe verbuchten im März ein Plus von knapp 6% und der ISM-Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe legte infolge der um 0,6% gestiegenen Auftragseingänge leicht zu. Diese Zahlen sind nicht an und für sich beachtenswert, spiegeln jedoch ein robustes Wachstum wider. Vor diesem Hintergrund dürfte sich die US-Geldpolitik weiter normalisieren. Dabei wird es wohl kaum zu vermeiden sein, dass die Renditen der Staatsanleihen unter Druck kommen. Vor diesem Hintergrund sollte auch der US-Dollar wieder an Wert gewinnen.

Infolge der Abwendung des systemischen Risikos im Euroraum verzeichneten die europäischen Aktienmärkte eine Hausse von mehr als 40%. Die Kurse der ris-

kantesten und daher auch am stärksten unterbewerteten Unternehmen profitierten am deutlichsten von der neuen Risikobereitschaft der Anleger. Die sichereren und daher auch teureren Titel wurden nicht im gleichen Maß von diesem Aufwärtstrend getragen. Es ist zu hoffen, dass der Eu-



© www.wallpaperswa.com

rorraum seinen Rückstand gegenüber den USA im Konjunkturzyklus aufholt, sind doch die Ergebnisse der europäischen Unternehmen seit der Krise erst um 10% gestiegen, während sich die Gewinne in den USA bereits verdoppelt haben. Das Wachstum bleibt allerdings verhalten. Die Erträge der Unternehmen im Euroraum wurden von den Analysten im Quartalsverlauf erneut nach unten korrigiert, nicht jedoch die Profite der US-Gesellschaften. Deshalb erscheint uns heute eine undifferenzierte Vorliebe für konjunkturabhängige Werte nicht angebracht. Italien gehört zu den wenigen Ländern, die versuchen, der Hysterese zu entkommen. Dazu müsste Matteo Renzi umfassendes und



radikales Wirtschaftsprogramm jedoch unverzüglich umgesetzt werden. In dieser Hinsicht ist zu bemerken, dass der italienische Aktienmarkt im ersten Quartal besser als die übrigen europäischen Börsen abschneiden konnte. Im Gegensatz zum Konsens (und der Europäischen Zentralbank) sind wir der Meinung, dass die Inflation im Euroraum nicht rasch anziehen wird. In Italien und Spanien könnte die Teuerung sogar weiter nachgeben. Auch die Disinflation in Frankreich, Deutschland und den Niederlanden ist unseres Erachtens weniger weit fortgeschritten,

„VIELE ERSTKLASSIGE JAPANISCHE AKTIEN SIND NOCH UNTERBEWERTET.“

als generell angenommen wird.

Früher oder später wird die EZB eingreifen müssen, um ihrer Aufgabe als Preishüter gerecht zu werden. Eine solche Intervention dürfte den Markt für Unternehmens- und Staatsanleihen der Länder an der Peripherie stützen und den Euro schwächen. Unsere Position beruht auf dieser Perspektive.

Seit dem Jahreswechsel nehmen die Anleger (und wir seit Januar) die 2013 erzielten hohen Gewinne am japanischen Aktienmarkt mit – der Nikkei verzeichnete im Quartalsverlauf einen Rückgang von 7% – weil wir die Auswirkungen der Mehrwertsteuererhöhung im April zuerst lieber aus einer gewissen Entfernung beobachten wollen. Die japanischen Behörden kennen die Herausforderung. Sie erinnern sie nur zu gut an 1997, als eine ähnliche Maßnahme die sich abzeichnende Konjunkturerholung im Keim erstickte. Ihre abwartende Haltung stellt die Geduld der Investoren jedoch auf eine harte Probe. Es ist zu hoffen, dass die Bank of Japan rasch eingreift, sollte die japanische Wirtschaft von dem vor einem Jahr eingeschlagenen Wachstumskurs abweichen. Indessen ist zu unterstreichen, dass Toyota, Honda und Toshiba Anfang 2014 die Löhne und Gehälter erstmals seit 2008 erhöhten und dass Toyota ein umfassendes Aktienrückkaufprogramm plant. Während es an den europäischen Märkten keine günstig bewerteten Anlagen mehr gibt, finden Investoren in Japan aufgrund der allgemeinen Skepsis in Bezug auf die Erholung der Wirtschaft des Landes immer noch erstklassige unterbewertete Titel. Wir ergreifen diese Gelegenheit, um unsere Positionen aufzustocken.

Die Anleger zweifeln stark an der Entschlossenheit der chinesischen Behörden, das Reich der Mitte auf einen gemächlicheren, dafür aber ausgewogeneren Wachstumskurs zu lenken. Das Misstrauen gründet auf unüberwindlich anmutenden Hemmnissen wie den hohen Überkapazitäten, dem Ausmaß des Schattenbanksystems und den Umweltauflagen. Aus diesem Grund büßte der Markt für H-Shares im Quartalsverlauf 7% ein. Wir sind davon überzeugt, dass die chinesischen Behörden angesichts dieser enormen Herausforderung heute erstmals erkennen, wie dringend umfassende Strukturreformen geworden sind. Sie müssen den Bedürfnissen entsprechen und allmählich umgesetzt werden, damit die chinesische Wirtschaft nicht zu stark gebremst wird. Aus diesem Grund wurden bereits einige Konjunkturprogramme angekündigt. Die chinesische Wirtschaft profitiert von einem streng regulierten Kapitalmarkt und einer Sparquote von mehr als 50%. Zudem leidet sie nicht unter dem Druck ungeduldiger Marktteilnehmer. Trotz dieser Überzeugung reduzieren wir unsere Gesamtposition in chinesischen Wachstumstiteln weiterhin und halten an der Untergewichtung der Titel fest, bis wir mehr Gewissheit über den Ausgang des Anpassungsprozesses und die Nachhaltigkeit des Wachstums gewinnen. Wir glauben jedoch an einige besonders effizient geführte Unternehmen, die trotz des unausweichlichen Wandels der chinesischen Wirtschaft in der Lage sind, ihr langfristiges Wachstum sicherzustellen.

Die Erholung der US-Wirtschaft dürfte weiterhin den besten Schutz gegen den weltweiten Deflationsdruck bieten. Die US-Wirtschaft, der vor allem die Reindustrialisierung des Landes zugutekommt, kann aber nur als weltweite Lokomotive dienen, wenn die übrigen Länder nicht den Anschluss verpassen. Japan hat seine Entschlossenheit bereits angedeutet. Jetzt muss das Land sie auch noch beweisen. Die Schwellenstaaten verhalten sich unterschiedlich. Die Unterbewertung des Renminbi spricht Bände über die Absichten der Chinesen. Europa muss die Wettbewerbsfähigkeit der Einheitswährung sicherstellen, wenn es nicht das Schlusslicht bilden will.

Redaktionsschluss: 3. April 2014



© MARK HUMPHREY / AP PHOTO, www.thestar.com

ANLAGESTRATEGIE



DEVISEN

Die von Janet Yellen nach der letzten geldpolitischen Besprechung der Fed in Aussicht gestellte

Zinserhöhung trug zur Aufwertung des US-Dollar bei. Unsere globale Allokation, die den Greenback privilegiert, wurde dadurch gestärkt. Zudem erklärte der Präsident der Bundesbank zum Monatsende seine Bereitschaft, eine quantitative Lockerung mitzutragen, und schaffte so die Bedingungen für die Abwertung des Euro. Da der Wechselkurs der Einheitswährung die Inflation und die angestrebte Preisstabilität beeinflusst, wird er – so EZB-Chef Mario Draghi anlässlich einer Pressekonferenz – derzeit genau beobachtet. Ende März verhartete die US-Dollar-Exposure von Carmignac Patrimoine und Carmignac Investissement auf einem hohen Niveau, d. h. 73% und 87%.



ANLEIHEN

Die italienischen zehnjährigen Staatsanleihen gaben weiter nach und erreichten beinahe ihr Allzeittief. Die Renditedifferenz zwischen den Staatsanleihen aus Peripherieländern und den Schuldpapieren der als sicher eingestuften Emittenten bleibt ansehnlich. Die Risikoprämie rechtfertigt weiterhin unsere Anleihenstrategie, die auf der Normalisierung der Zinssätze beruht. Sie stützt sich auf Positionen in südeuropäischen (hauptsächlich italienischen und spanischen) Anleihen und einer negativen modifizierten Duration in US-Treasuries. Auf diese Weise profitieren wir von der Verengung der Credit Spreads der Staatsanleihen. Zur weiteren Optimierung unserer Allokation in Unternehmensanleihen bauten wir unsere Positionen in US-Hochzinsanleihen ab und stockten die Instrumente auf, die das beste Rendite-Risiko-Verhältnis aufweisen wie CoCo-Bonds erstklassiger europäischer Banken. Zum Monatsende betrug die globale modifizierte Duration von Carmignac

Patrimoine hauptsächlich wegen der negativen modifizierten Duration der US-Anleihen -2,4. Die modifizierte Duration von Carmignac Emerging Patrimoine, Carmignac Global Bond, Carmignac Sécurité und Carmignac Capital Plus verhartete bei +1,8, +1, +1,5 bzw. +0,4.



AKTIEN

Nach der Rallye im Februar stagnierten die internationalen Aktien im März, die freilich ein sehr

durchwachsenes Bild bieten. Während die russischen und europäischen Märkte unter den Ereignissen auf der Krim litten, verbuchten die indischen und mexikanischen Börsen (auf die ein Großteil unseres Exposure in Schwellenländern entfällt) solide Zuwächse. Hinter der Stagnation des US-Markts versteckt sich eine nach Sektoren sehr unterschiedliche Entwicklung. Da die Wirtschaftsstatistiken auf eine Beschleunigung des Wachstums in den USA deuten, bauten wir unsere Positionen in stark konjunkturabhängigen US-Aktien aus. Dazu zählt auch Capital One, ein US-Institut, das vor allem im Konsumkreditgeschäft tätig ist, sowie Zoetis, einer der weltweit führenden Anbieter von tiermedizinischen Medikamenten und Impfstoffen.



ROHSTOFFE

Carmignac Commodities erzielte im Monatsverlauf eine leicht positive Performance und

schnitt damit besser ab als seine Benchmark. Wir identifizierten weiterhin vielversprechende Werte im Energiesektor und legten im Monatsverlauf Positionen in verschiedenen unkonventionellen Energieerzeugern wie Diamondback Energy und Oasis Petroleum in den USA an.



DACHFONDS

Unsere Dachfonds verzeichneten im Monatsverlauf eine gleichmäßige Performance. Die taktische Reduktion unserer Aktienexposure Anfang März glättete die Volatilität, ohne jedoch deutlich zur Performance beizutragen. Zum Monatsende betrug das Aktienexposure von Carmignac Profil Réactif 100, 75 und 50 jeweils 62%, 45% bzw. 33%.

FONDS PERFORMANCE

	NAV	2014	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre
Carmignac Investissement A EUR acc	973,12	-3,50%	4,50%	14,12%	67,93%
<i>MSCI AC World NR (Eur)</i>	-	1,06%	8,59%	26,37%	101,09%
Carmignac Portfolio Grande Europe A EUR acc	159,54	1,51%	5,70%	17,16%	72,31%
<i>Stoxx 600 NR (Eur)</i>	-	2,44%	17,07%	25,43%	96,12%
Carmignac Euro-Entrepreneurs A EUR acc	247,19	3,59%	17,86%	39,32%	122,55%
<i>Stoxx 200 Small NR NR (Eur)</i>	-	5,41%	25,86%	32,13%	157,85%
Carmignac Emergents A EUR acc	693,79	-2,16%	-9,71%	1,01%	85,55%
<i>MSCI Emerging Markets NR (Eur)</i>	-	-0,45%	-8,16%	-	-
Carmignac Portfolio Emerging Discovery A EUR acc	1 089,94	1,37%	-7,30%	2,47%	111,74%
<i>50% MSCI EM SmallCaps NR (Eur) + 50% MSCI EM MidCaps NR (Eur)</i>	-	2,07%	-7,02%	-7,60%	102,30%
Carmignac Portfolio Commodities A EUR acc	270,89	1,89%	-4,00%	-31,82%	49,50%
<i>Carmignac Commodities Index*</i>	-	-0,14%	-2,50%	-	-
Carmignac Patrimoine A EUR acc	565,84	-0,78%	-0,62%	10,99%	28,56%
<i>50% MSCI AC World NR (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>	-	1,85%	2,11%	18,79%	55,97%
Carmignac Portfolio Emerging Patrimoine A EUR acc	95,92	-1,07%	-16,18%	-4,08%	-
<i>50% MSCI EM NR (Eur) + 50% JP Morgan GBI EM Global diversified</i>	-	0,71%	-10,80%	-	-
Carmignac Euro-Patrimoine A EUR acc	300,12	-1,25%	-2,10%	10,44%	24,39%
<i>50% EuroStoxx 50 NR (Eur) + 50% Eonia kapitalisiert</i>	-	1,03%	11,99%	7,74%	28,52%
Carmignac Profil Réactif 100 A EUR acc	171,55	-4,02%	-6,59%	8,57%	47,61%
<i>MSCI AC World NR (Eur)</i>	-	1,06%	8,59%	26,37%	101,09%
Carmignac Profil Réactif 75 A EUR acc	192,70	-2,69%	-6,24%	7,99%	33,88%
<i>75% MSCI AC World NR (Eur) + 25% Citigroup WGBI (Eur)</i>	-	1,46%	5,36%	22,87%	77,90%
Carmignac Profil Réactif 50 A EUR acc	162,81	-0,77%	-5,45%	6,50%	22,40%
<i>50% MSCI AC World NR (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>	-	1,85%	1,94%	18,79%	55,97%
Carmignac Portfolio Global Bond A EUR acc	1 126,62	3,53%	-2,68%	17,91%	4,41%
<i>JP Morgan Global Government Bond (Eur)</i>	-	2,68%	-5,98%	9,10%	16,84%
Carmignac Sécurité A EUR acc	1 686,13	1,08%	3,82%	9,72%	20,28%
<i>Euro MTS 1-3 Jahre</i>	-	0,76%	2,11%	7,93%	10,78%
Carmignac Portfolio Capital Plus A EUR acc	1 155,25	1,23%	3,18%	11,07%	13,39%
<i>Eonia kapitalisiert</i>	-	0,05%	0,12%	1,09%	2,09%
Carmignac Court Terme A EUR acc	3 762,77	0,06%	0,21%	1,45%	2,46%
<i>Eonia kapitalisiert</i>	-	0,05%	0,12%	1,09%	2,09%

* 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 31/03/2014.

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.