



VON DIDIER SAINT-GEORGES

Mitglied des Investmentkomitees
Managing director

Variationen zum Thema Mangel

Der Beginn des Jahres 2015 bestätigt das Phänomen, das wir in unserer Note vom Januar („Vorsorgen ist besser als voraussagen“) beschrieben haben: Die Weltwirtschaft verzeichnet weiterhin ein schwaches und für Deflationsdruck anfälliges Wachstum. Aber angesichts einer bevorstehenden verstärkten geldpolitischen Unterstützung, die dieses Mal von der Europäischen Zentralbank kommt, sind Anleger wieder investierfreudig. Ein aktiver Vermögensverwalter hätte keinen Grund, seine Kunden nicht an der Großzügigkeit eines ausgesprochen unternehmerischen Zentralbankers teilhaben zu lassen. Unsere Portfolios profitieren in erheblichem Maße vom „Draghi-Effekt“, insbesondere durch unsere Positionen im europäischen Anleihenuniversum und im Dollar sowie durch die Erhöhung unseres Exposures in europäischen Aktien. Doch die Analyse der langfristigen Tendenzen der Weltwirtschaft lässt uns an unserer Überzeugung festhalten, dass die

„Die Eurozone wird 2015 von einer seltenen Beschleunigung des Wirtschaftswachstums profitieren.“

Entwicklung der Märkte von Mangel bei Wachstum, Rendite, Reformen, politischer Führung und Inflation geprägt ist; ein Mangel, deren Gegenstück in



einer enormen Verschuldung und einer unermesslichen von den Zentralbanken ausgeschütteten Liquidität liegt. Diese Diagnose veranlasst uns dazu, neben einer taktischen Verwaltung des Aktien-, Zins- und Währungsexposures jene seltenen Anlagen zu bevorzugen, die mittelfristig ein erkennbares Wachstum und eine sichere Rendite aufweisen.

Mangel an Wachstum

Erinnern wir uns an den Teufelskreis, der dem anhaltenden Mangel an Wachstum zugrunde liegt, unter dem die meisten großen Volkswirtschaften leiden: Die Überschuldung untergräbt eine Erholung der privaten Investitionen sowie schlagkräftiger staatlicher Konjunkturmaßnahmen. Das hierdurch bedingte schwache Wachstum verhindert einen Abbau der Überschuldung.

Nimmt man noch die oft ungünstigen demografischen Entwicklungen hinzu, ergeben sich dauerhaft mäßige Aussichten für das weltweite Wachstum. Dieser Kurs, auf dem sich in unterschiedlichem Maße Europa, Japan, die USA und die Schwellenländer befinden, schließt zwischenzeitliche „Mini-Zyklen“ nicht aus. So wird die Eurozone 2015 von einer Wachstumsbeschleunigung dank einer schwächeren Währung, geringerer Energiekosten, sinkender Kosten für Bankkredite und einer gelockerten Haushaltsdisziplin profitieren. Das Wirtschaftswachstum der Eurozone könnte somit für dieses Jahr leicht nach oben korrigiert werden, während im vergangenen Jahr beständig Anpassungen nach unten vorgenommen wurden. Doch es fällt sehr schwer, in diesem Jahr von einem Wachstum von



mehr als 1,5% auszugehen, was nicht ausreichen dürfte, um das allgemeine Verschuldungsniveau zu senken. Damit dürfte es auch nicht für die Ankurbelung des potenziellen Wachstums genügen. Nebenbei bemerkt wird die Schwäche des Euro in erster Linie der bedeutendsten Industrienation, nämlich Deutschland, zugutekommen, was die Diskrepanzen der wirtschaftlichen Entwicklungen innerhalb der Eurozone verstärken wird. In den USA ist das Unbehagen der Fed spürbar, die sich darauf einstellt, ihre Geldpolitik zu straffen, während sie in der übrigen Welt gelockert wird. Eine

„Die Bewertungsniveaus, die die sehr niedrigen Abzinsungssätze ermöglichen, dürfen nicht betäubend wirken.“

Anhebung des Satzes der Fed Funds, die man schnell wieder zurücknehmen muss, weil die amerikanische Wirtschaft erneut Zeichen der Schwäche erkennen lässt, würde Zweifel an der Glaubwürdigkeit des geldpolitischen Kurses von Janet Yellen aufkommen lassen. Gleichzeitig stabilisiert sich das Wachstum Chinas bestenfalls auf einem Niveau, das um die Hälfte unter dem von vor fünf Jahren liegt, und das Japans bei höchstens 1% gegenüber 0% im Vorjahr. Man sollte auf keinen Fall vergessen, dass das Wachstum der Eurozone in einer globalisierten Welt von der Weltwirtschaft bestimmt wird und dass Versuche einer Ankurbelung durch die Abwertung der Währung insgesamt auf ein Nullsummenspiel hinauslaufen. Ein starker Fall des Euro durch das „Quantitative Easing“ der EZB wäre eine Form des Exports des Deflationsdrucks aus der Eurozone zulasten des nominalen Weltwirtschaftswachstums.

Mangel an Reformen

Die Steigerung des potenziellen Wirtschaftswachstums erfordert in zahlreichen großen Ländern die Einleitung tief greifender Reformen. Deren Fortschritt wird mühsam sein, insbesondere in Europa. Einige Beispiele: In Frankreich brachten weder die Linke noch die Rechte im Parlament den politischen Willen auf,

für das „Gesetz Macron“ zu stimmen, obwohl die Öffentlichkeit dem Entwurf allen Umfragen zufolge wohlwollend gegenüber stand. In Italien wurde der „Jobs Act“ verabschiedet, aber die für die Stabilität der Regierung erforderlichen institutionellen Reformen schreiten sehr langsam voran und müssen sich im März noch im Senat behaupten. In Griechenland lässt die von den Kreditgebern der neuen Regierung auferlegte Verpflichtung, sich für Reformen einzusetzen - deren Abschaffung der Kern ihres Wahlprogramms war - einen ebenso realen Populismus wie einen geheutelten Reformismus befürchten. In China hat die Korruptionsbekämpfung, der 2014 Vorrang eingeräumt wurde, für Verspätung bei den Reformprogrammen gesorgt. Es gibt jedoch Grund zu der Hoffnung, dass sich zumindest die Reformen im Hinblick auf öffentliche Unternehmen, den Immobiliensektor, die Umwelt und den Hukou-Status 2015 beschleunigen werden. Auch in Indien dürften die Reformen zum Grunderwerb, zum Bergbausektor und zur Öffnung des Versicherungssektors in diesem Jahr dem Parlament vorgelegt werden.

Mangel an Renditen

Neben einem vorübergehenden Rückgang des Ölpreises gehört der Fortbestand der hohen Verschuldungsniveaus, welche die Sparneigung in die Höhe treiben, zu den Gründen des weltweiten Deflationsdrucks. Hinzu kommen eher strukturelle Faktoren wie die Demografie, die technologische Entwicklung, die Globalisierung und die Verteilung von Arbeit und Reichtum (Thomas Piketty widerspräche uns nicht). So wird selbst in den USA, wo sich die Schaffung von Arbeitsplätzen beschleunigt hat, die berühmte „Phillips-Kurve“, nach der die Inflation mit einem Rückgang der Arbeitslosigkeit unweigerlich steigt, nicht mehr durch die Fakten belegt. Zu diesem weltweiten Umfeld der Disinflation kommen noch die weiterhin massiven Anleihenkäufe der Zentralbanken mit dem Ziel, die Zinsen zu senken, hinzu. Mit dem Auftritt der EZB und dem anhaltenden Aktivismus der Bank of Japan werden diese Käufe 2015 noch über den Niveaus von 2014 liegen, und das, obwohl die Fed derartige Maßnahmen eingestellt hat. Der für die Anleiheanleger unverhoffte Glücksfall lässt vermuten, dass die sehr niedrigen Zinsen 2015 noch weiter sinken werden,

da sich die EZB im wahrsten Sinne des Wortes verpflichtet hat, koste es was es wolle, mindestens zwei Jahre lang jeden Monat Anleihen im Wert von sechzig Milliarden Euro zu kaufen. Vor diesem Hintergrund sind die deutsche Regierung oder das Unternehmen Nestlé kürzlich bereits so weit gegangen, Anleihen mit negativem Zinssatz zu begeben. Dies bedeutet, dass dem Anleger ein Kapitalverlust garantiert wird, wenn er sie bis zur Fälligkeit hält. Diese Verzerrungen des Marktes machen Mario Draghi zum besten Freund kurzfristiger Anleger in der Eurozone, da er die Risikowahrnehmung schwächt und dabei gleichzeitig den Wert von Finanzanlagen steigen lässt. Wir bemühen uns intensiv, die Vorteile dieses Phänomens für die Performance unserer Fonds durch das Halten von Positionen in allen Anlageklassen zu ergänzen, um ein ausgewogenes Risiko des Portfolios zu gewährleisten. Die Bewertungsniveaus, welche die extrem niedrigen Abzinsungssätze und sehr geringen Risikoaufschläge ermöglichen, leisten eine gute Unterstützung für die Finanzmärkte, aber sie dürfen nicht betäubend wirken. Denn sie haben nur solange Bestand, wie das Vertrauen in den Kurs der Zentralbanken anhält. Sie lassen somit die Frage nach dem Ausstieg aus dem „Quantitative Easing“ offen. Ein Ausstieg unten, was eine offenkundige Enttäuschung der Hoffnungen auf ein dauerhaftes Anziehen des nominalen Wachstums wäre, hätte natürlich negative Auswirkungen auf die Anleihen- und Aktienmärkte. Ein Ausstieg oben würde über ein allgemeines Anziehen der Wirtschaft hingegen eine Korrektur der Zinsmärkte nach sich ziehen. Es ist letzteres Szenario, das mehrere Mitglieder der Fed dazu bewegt, ein unverzügliches Anheben der amerikanischen Zinsen zu befürworten, bevor die Märkte dies übernehmen. Wenngleich der perfekte Ausweg durch diese beiden Klippen eng ist, scheint es noch zu früh zu sein, sich Sorgen darüber zu machen, solange die Zentralbanken noch am Ruder sind. Uns erscheint es jedoch angebracht, die Risiken im Auge zu behalten, die zu Beginn dieses Jahres den Enthusiasmus der Märkte begleiten. Es mangelt an Übersichtlichkeit.

Letzte Überarbeitung am 2. März 2015



DEVISEN

Der Euro ist gegenüber dem Dollar im Januar stark gefallen, bevor er sich im Februar im Vorfeld der Umsetzung des Kaufprogramms der EZB für Staatsanleihen ein wenig stabilisieren konnte. Die Aussicht auf eine allmähliche Normalisierung der amerikanischen Geldpolitik unterstützt zudem weiterhin den Dollar, insbesondere gegenüber den Schwellenländerwährungen. Vor diesem Hintergrund gibt unser Währungs-exposure weiterhin dem Dollar den Vorrang, bleibt gegenüber dem Euro neutral und gegenüber den anfälligsten Schwellenländerwährungen äußerst vorsichtig.



ANLEIHEN

Die Zinsen der europäischen Peripherieländer wurden bei ihrem weiteren Rückgang im Januar und Februar durch die Ereignisse in Griechenland nicht beeinflusst. Unsere Anleihestrategien, insbesondere der Carmignac Sécurité, haben von dieser Entwicklung in vollem Umfang profitiert. Die griechischen Zinsen sind nach ihrem markanten Anstieg im Januar nach dem Amtsantritt der neuen Regierung wieder auf ihr Niveau zu Jahresbeginn gesunken, was der Einigung mit den europäischen Institutionen Ende Februar zu verdanken ist. Wir rechnen mit einer weiteren Konvergenz der Renditen von Staatsanleihen in der Eurozone, während die Beträge der von der EZB gekauften Staatspapiere fast das 2,5-Fache der Nettoemissionen der Mitgliedsländer der Währungsunion ausmachen dürften. Demzufolge haben wir die Laufzeit unserer Positionen in Anleihen der europäischen Peripherieländer erhöht, in denen portugiesische, italienische und spanische Papiere das Schwergewicht bilden. Unsere Positionen in Unternehmensanleihen des europäischen Finanzsektors leisten weiterhin den zweitgrößten Beitrag zur modifizierten

Duration unserer Fonds. Schließlich haben wir noch den Rückgang der amerikanischen Zinsen zu Jahresbeginn genutzt, um unsere Positionen mit 10-jährigen Laufzeiten aufzulösen.



AKTIEN

Nach einem durchwachsenen Jahresbeginn, bei dem nur die europäischen und indischen Märkte einen nennenswerten Anstieg über den Januar verzeichnen konnten, hat sich der Aufwärtstrend im Februar auf die amerikanischen, japanischen und die Schwellenländermärkte ausgeweitet und zur erfreulichen Performance des Carmignac Patrimoine und des Carmignac Portfolio Emerging Patrimoine beigetragen. Die Erhöhung unseres Exposures durch den Verkauf unserer Absicherungspositionen auf zyklische Werte hat uns ermöglicht, in vollem Umfang an dieser Entwicklung teilzuhaben. Wir bevorzugen jedoch weiterhin Unternehmen, die Wachstum und Transparenz bieten und dabei nicht von einer Beschleunigung des Konjunkturzyklus abhängen, um ihre Ergebnisse zu steigern. Wir haben beispielsweise eine Position in Holcim-Lafarge eröffnet, einem europäischen Zementhersteller. Nach seiner Fusion dürfte dieser ein sehr ausgewogenes und diversifiziertes Profil aufweisen und dessen Synergien aus dieser Fusion einen erheblichen Beitrag zur erwarteten Steigerung der Ergebnisse leisten. Wir haben auch einige Werte aus dem Goldminensegment wieder ins Portfolio aufgenommen, um ein ausgewogeneres Risikoprofil für unser Portfolio zu erzeugen.



ROHSTOFFE

Der Carmignac Portfolio Commodities erzielte eine positive Performance, wenngleich er zu Jahresbeginn hinter seinem Referenzindikator zurückblieb. Wir haben eine

zurückhaltende und ausgewogene Positionierung beibehalten, weil wir mit nach wie vor hoher Volatilität an den Rohstoffmärkten rechnen, insbesondere beim Ölpreis. Letzterer könnte vor dem Hintergrund des anhaltenden Ungleichgewichts zwischen Angebot und Nachfrage einen weiteren Schwächeanfall erleiden, bevor die allmähliche Anpassung der Produktion den Preis für das Barrel wieder nachhaltig ansteigen lässt. So liegt unser Aktienexposure weiter unter seinem Höchstwert.



DACHFONDS

Unsere Dachfonds verzeichneten über den Jahresbeginn eine solide Performance. Wir haben kürzlich unser Exposure in Titeln des Nicht-Basiskonsumgüter- und Pharmasektors erhöht, die von der Suche der Anleger nach Rendite profitieren dürften, wenn die EZB ihr Programm der quantitativen Lockerung umsetzt. Unsere Exposures liegen weiter dicht an ihrem Höchstwert.

FONDS PERFORMANCE

	NAV	2015	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre
Carmignac Investissement A EUR acc	1 247,68	12,08%	27,89%	41,28%	66,32%
<i>MSCI AC World NR (Eur)</i>	-	12,11%	32,44%	62,26%	89,80%
Carmignac Portfolio Grande Europe A EUR acc	189,60	9,36%	17,39%	40,61%	53,14%
<i>Stoxx 600 NR (Eur)</i>	-	14,74%	19,12%	57,21%	69,05%
Carmignac Euro-Entrepreneurs A EUR acc	291,69	10,88%	17,21%	61,27%	89,95%
<i>Stoxx 200 Small NR (Eur)</i>	-	14,94%	12,92%	62,20%	87,26%
Carmignac Emergents A EUR acc	844,42	12,60%	25,19%	15,83%	52,63%
<i>MSCI Emerging Markets NR (Eur)</i>	-	11,89%	29,31%	15,19%	35,54%
Carmignac Portfolio Emerging Discovery A EUR acc	1 318,83	8,43%	25,68%	25,50%	47,97%
<i>50% MSCI EM SmallCaps NR (Eur) + 50% MSCI EM MidCaps NR (Eur)</i>	-	11,95%	27,49%	20,27%	37,57%
Carmignac Portfolio Commodities A EUR acc	304,39	6,15%	13,03%	-13,81%	5,26%
<i>Carmignac Commodities Index*</i>	-	11,25%	9,32%	-2,30%	13,25%
Carmignac Patrimoine A EUR acc	678,13	9,28%	20,30%	26,29%	38,16%
<i>50% MSCI AC World NR (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>	-	9,23%	24,84%	36,91%	59,00%
Carmignac Portfolio Emerging Patrimoine A EUR acc	112,48	10,21%	19,62%	7,00%	-
<i>50% MSCI EM NR (Eur) + 50% JP Morgan GBI EM Global diversified</i>	-	9,34%	22,50%	11,12%	-
Carmignac Euro-Patrimoine A EUR acc	321,00	3,02%	6,34%	10,24%	23,62%
<i>50% EuroStoxx 50 NR (Eur) + 50% Eonia kapitalisiert</i>	-	7,29%	8,67%	24,54%	20,93%
Carmignac Profil Réactif 100 A EUR acc	210,37	10,40%	22,57%	29,34%	48,07%
<i>MSCI AC World NR (Eur)</i>	-	12,11%	32,44%	62,26%	89,80%
Carmignac Profil Réactif 75 A EUR acc	229,65	8,91%	19,15%	24,00%	38,26%
<i>75% MSCI AC World NR (Eur) + 25% Citigroup WGBI (Eur)</i>	-	10,67%	28,60%	49,33%	74,25%
Carmignac Profil Réactif 50 A EUR acc	185,83	6,50%	14,48%	15,47%	26,85%
<i>50% MSCI AC World NR (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>	-	9,23%	24,84%	36,91%	59,00%
Carmignac Portfolio Global Bond A EUR acc	1 346,68	8,77%	21,14%	28,84%	44,57%
<i>JP Morgan Global Government Bond (Eur)</i>	-	6,82%	19,27%	14,80%	32,86%
Carmignac Sécurité A EUR acc	1 720,89	1,45%	2,40%	9,25%	14,69%
<i>Euro MTS 1-3 Jahre</i>	-	0,40%	1,66%	7,01%	9,31%
Carmignac Portfolio Capital Plus A EUR acc	1 193,91	2,58%	4,08%	11,70%	17,57%
<i>Eonia kapitalisiert</i>	-	-0,01%	0,06%	0,36%	1,70%
Carmignac Court Terme A EUR acc	3 767,82	0,00%	0,15%	0,63%	2,11%
<i>Eonia kapitalisiert</i>	-	-0,01%	0,06%	0,36%	1,70%

* 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 27/02/2015.

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.