



VON **DIDIER SAINT-GEORGES**

*Mitglied des Investmentkomitees*

## Lobgesang auf die langfristige Perspektive

In unserer Ausgabe vom Januar dieses Jahres („Was haben die Wirtschaftspolitiker für 2013 vor?“) haben wir die Erwartung geäußert, dass die wichtigsten Staats- und Regierungschefs – und insbesondere die erst kürzlich in den USA, Frankreich, China oder Japan gewählten – ihre Fähigkeiten unter Beweis stellen werden, die „Wirtschaft ihres Landes wieder in Gang zu bringen“. Ein Jahr später fällt die Bilanz sehr uneinheitlich aus. Präsident Xi Jinping in China und Premierminister Shinzo Abe in Japan haben beide rasch das Geschick ihres Landes in die Hand genommen und ausgesprochen mutige Reformprogramme vorgelegt. In den USA beschneidet hingegen der Kongress mit seiner wiederholten Blockadedrohung den Handlungsspielraum der Exekutive weiterhin dramatisch, während in Frankreich – dem zweitgrößten Land in der Eurozone – das Fiasko der Wirtschaftspo-

litik nicht zu übersehen ist. Zwar profitiert die US-Wirtschaft dank der Erschließung neuer Schiefergas- und -ölvorkommen von günstigen Energiekosten, aber ebenso wie der Eurozone bleibt auch den USA letztlich nur die Hoffnung auf eine starke Weltwirtschaft, um den Unternehmen im eigenen Land für die kommenden Jahre sprudelnde Gewinne zu sichern. Die Eurozone kann sich weiter nicht entscheiden zwischen Spar- oder Wachstumspolitik und zwischen einer tieferen politischen Integration oder dem Erhalt der nationalen Souveränität. Eine erste ernstzunehmende Prüfung des Bankensektors hat sie sich für 2014 vorgenommen – vier Jahre nach Beginn der Krise. Derweil erteilen China und Japan den westlichen Nationen und den Investoren, eine bemerkenswerte Lektion über die Kraft der Überzeugung, der Führerschaft und der langfristigen Perspektive.

In China und in Japan, und nach unserer Einschätzung auch in Mexiko, sind mittlerweile die Voraussetzungen zur Umsetzung von Reformen gegeben, die mittelfristig zu einem nachhaltigen Wirtschaftswachstumstrend führen werden. Zwar können wir die Veränderungen, vor denen diese Länder stehen, hier nicht im Detail erörtern, aber schon wer das Ausmaß der Vorhaben erfasst, versteht, mit welcher enormen langfristigen Anlagechance diese Großtrends verbunden sind.

Chinas Präsident Xi Jinping hat, kaum ein Jahr nach seiner Wahl an die Spitze der Regierung, vergangenen Monat einen Katalog von Strukturreformen vorgelegt, der die Entwicklung des Landes über die kommenden Jahrzehnte entscheidend prägen wird. Es geht ihm um nicht weniger als um den Umbau der Grundlagen

des Wirtschaftswachstums von einem Modell, das zwar nicht perfekt, aber bis 2008 völlig ausreichend war (Wachstum gestützt durch Exporte in die entwickelten Länder), hin zu einem Modell, bei dem der Binnenkonsum weitaus stärker zum Wirtschaftswachstum beiträgt. Übereignung



© copyright. [www.greenbookblog.org](http://www.greenbookblog.org)

**„E VORAUSSETZUNGEN UND DER POLITISCHE WILLE ZU UMFANGREICHEN STRUKTURREFORMEN SIND IN CHINA, JAPAN UND BALD AUCH IN MEXIKO GEGEBEN.“**

litik nicht zu übersehen ist. Zwar profitiert die US-Wirtschaft dank der Erschließung neuer Schiefergas- und -ölvorkommen von günstigen Energiekosten, aber ebenso wie der Eurozone bleibt auch den USA letztlich

der landwirtschaftlichen Flächen an die bewirtschaftenden Bauern, schrittweises Ende der sozialen und finanziellen Benachteiligung von Wanderarbeitern (Hukou-System), Liberalisierung der Kapitalmärkte, Überprüfung der öffentlichen Haushalte auf Kreisebene, schrittweise Einführung marktwirtschaftlicher Mechanismen in den staatlichen Unternehmen, allmähliche Öffnung der wirtschaftlichen Sektoren für ausländische Investitionen – all dies sind Elemente des ganzheitlichen Ansatzes, der das Regierungssystem des Landes verbessern und einen nachhaltigen Wohlstand ermöglichen soll. In Japan besteht der viel zitierte „dritte Pfeil“ des ökonomischen Reformprojekts



von Shinzo Abe darin, die beiden ersten Elemente für stärkeres Wachstum – Geldpolitik und Finanzpolitik – um Strukturreformen zu vervollständigen. Auch der japanische Premier hat sich auf diesem Feld ehrgeizige Ziele gesetzt: die Privatwirtschaft (insbesondere das Gesundheitswesen und den Energiesektor) von ihrem historisch gewachsenen regulatorischem Korsett zu befreien,

## „JEDE STRUKTURREFORM IST VON NATUR AUS KOMPLEX, SCHWER UMZUSETZEN UND VERDÄCHTIG.“

Investitionen und Fusionen im Industrie-sektor anzukurbeln, die Beschäftigung von Frauen zu steigern, das Arbeitsrecht zu vereinfachen, Innovationen zu fördern und wichtige internationale Freihandelsabkommen zu schließen.

In Mexiko zeichnet sich ein anderes Beispiel für eine langfristige Perspektive ab. Mit einem Reformprogramm zielt der neue Präsidenten Enrique Peña Nieto auf die Anhebung der geringen Produktivität in der Wirtschaft des Landes ab (so weist beispielsweise der staatliche Mineralölkonzern Pemex weltweit einen der geringsten Pro-Kopf-Umsätze der Beschäftigten im Erdölsektor aus). Tiefgreifende Reformen sollen die verhärteten Strukturen im Arbeitsmarkt lockern, die Abhängigkeit vom Erdölsektor senken und in strategisch so wichtigen Branchen wie Energie, Finanzen und Telekommunikation für mehr Wettbewerb sorgen.

Jede Strukturreform ist von Natur aus 1) komplex und damit der Öffentlichkeit schwer zu vermitteln, 2) schwer umzusetzen, da sie die Belange häufig gut etablierter Interessensgruppen bedroht, und 3) verdächtig, da sie ihre eigentliche Gestalt erst in der Zukunft annimmt. Es ist somit nachvollziehbar, dass Strukturreformen in aller Regel auf eine große Skepsis der Investoren stoßen. Sicherlich können diese mutigen Vorhaben auch ins Leere führen, und selbst erfolgreiche Reformen werden nur selten geradlinig und mit sicherem Tempo vorangetrieben. Umso wichtiger ist es, die Fortschritte ihrer Umsetzung mit klarem Blick zu begleiten.

In China wird insbesondere zu prüfen sein, inwieweit die staatliche Führung eher der Fortsetzung eines kurzfristigen

Wachstums oder der Realisierung von Strukturreformen den Vorzug gibt. In Japan wird darüber zu wachen sein, dass das Parlament die erforderlichen Gesetzesänderungen verabschiedet und die geldpolitische Unterstützung eine zuverlässige Option bleibt, falls die beiden folgenden „Pfeile“ mit Verzögerung abgeschossen werden.

In beiden Fällen, und auch in Mexiko, sind die nötigen Voraussetzungen gegeben und ist vor allem der politische Wille vorhanden. Xi ist unverkennbar ein starker Führer, der die Exekutivgewalt rasch auf seine Person konzentriert hat und sich entschlossen zeigt, die Widerstände der Interessensgruppen zu brechen. Abe hat den Rückhalt einer großen Popularität im Volk, das zu Einschnitten bereit ist, um Japan wieder zu alter Macht und Strahlkraft zurückzuführen. Peña Nieto verfügt über ein beträchtliches politisches Kapital in Mexiko und hat die historische Chance erkannt, seine Reformanstrengungen mit dem Boom im US-Energiesektor zu verknüpfen. In Indien wird sich in sechs Monaten zeigen, ob Narendra Modi, derzeit „Chief Minister“ des Bundesstaates Gujarat, die landesweiten Parlamentswahlen für sich entscheiden kann. Mit der Unterstützung des bemerkenswerten neuen Zentralbankgouverneurs Raghuram Rajan könnte er seinerseits die tiefgreifenden Reformen ins Rollen bringen, die der indische Subkontinent so bitter nötig hat. Eindrucksvoll beweist die berühmte „Agenda 2010“, die Gerhard Schröder im Jahr 2003 durchsetzte, zehn Jahre später und für ganz Europa sichtbar, welche Kräfte dem Mut zur Erneuerung innewohnen. Bedauerlicherweise hat dieses Beispiel bislang in der ganzen Region keine Nachahmer

gefunden – außer in gewissem Umfang in Spanien, aber ganz sicher nicht in Frankreich.

Im Rahmen einer global aufgestellten Anlagestrategie stellen derartige Strukturprojekte eine langfristige Performancequelle dar, die zyklisch ausgerichtete Positionen optimal ergänzt. So investieren wir, neben unseren Engagements in Titeln, mit denen wir vom Ende der Rezession in der Eurozone oder der Renaissance der US-Industrie profitieren, mit großer Überzeugung auch in diese langfristigen Trends. Das stärkere Wachstum, auf das Mexiko hoffen darf, bietet zahlreiche Anlagechancen in der chemischen Industrie oder in der Immobilienbranche. Die Reformagenda Chinas eröffnet neue Perspektiven in den Sektoren Konsum, Energie, Gesundheit und Nahrungsmittelproduktion. In Japan halten wir neben Exporteuren, die von der lockeren Geldpolitik profitieren, eine Auswahl von Einzelhandelsunternehmen, Stromversorgern und Finanzwerten. Weitab vom Diktat der Börsenindizes bildet das weltweite Investieren in langfristige Überzeugungen gestern wie heute den Kern unseres Managements.

*“Wer nicht auf lange Sicht denkt, wird auf kurze Frist enttäuscht werden.”*

Chinesisches Sprichwort.

Redaktionsschluss: 3. Dezember 2013



© copyright : Reuters



### DEVISEN

Am Devisenmarkt gab es im Berichtsmontat, mit Ausnahme der anhaltenden Schwäche des Yen, kaum eindeutige Trends. Da der Wertverlust des Yen zu den zentralen Elementen der Reflationsstrategie der japanischen Regierung gehört, glauben wir, dass sich diese Entwicklung in den nächsten Monaten fortsetzen wird, und behalten deshalb unsere Short-Positionen auf die japanische Währung bei. Bei den anderen wichtigen internationalen Währungen bleiben wir bei unserer Bevorzugung des US-Dollars, der 58% des Exposure von Carmignac Patrimoine ausmacht, gegenüber 28% für den Euro. Mit ihrer jüngsten Zinssenkung konnte die Europäische Zentralbank den Aufschwung der Gemeinschaftswährung abbremsen. Ein starker Euro wäre (in Anbetracht seiner deflationären Wirkung) weder der wiedererstarkenden Wettbewerbsfähigkeit der Peripherieländer noch dem Ziel stabiler Preise dienlich.



### ANLEIHEN

Als die Rendite 10-jähriger US-Anleihen Ende Oktober vorübergehend unter 2,6% sank, haben wir dies genutzt, um unsere negative modifizierte Duration auf US-Anleihen im Verlauf des Monats weiter auszubauen. Wir glauben, dass die Rendite bei einer weiteren Erholung der Konjunktur und einer Normalisierung der US-Geldpolitik wieder auf ein Niveau von 3% steigen wird. Infolgedessen ist die modifizierte Duration des Carmignac Patrimoine bis Monatsende auf insgesamt -1,5 gesunken. Attraktive Renditen sehen wir weiterhin bei den Staatsanleihen der europäischen Peripherieländer (insbesondere Spanien und Italien) und bei den Unternehmensanleihen (europäische und US-Banken, Schwellenländer mit starker Währung). Die Attraktivität der von Carmignac Emerging Patrimoine gehaltenen

Schwellenländeranleihen in lokaler Währung steigt durch die erklärte Zielsetzung der neuen Zentralbankchefs wie Elvira Nabiullina in Russland oder Raghuram Rajan in Indien, die Inflation in Schach zu halten. Insgesamt blieb die modifizierte Duration unserer Fonds Ende November schwach: +2,5 für Carmignac Emerging Patrimoine, +1,1 für Carmignac Global Bond, +1 für Carmignac Sécurité und +0,8 für Carmignac Capital Plus.



### AKTIEN

Das Zusammenwirken einer leichten Erholung, einer moderaten Inflation und der nach wie vor sehr hohen Liquiditätsversorgung rechtfertigt weiterhin ein hohes Exposure in Aktien. Dieses liegt jetzt bei 50% für Carmignac Patrimoine und bei 49% für Carmignac Emerging Patrimoine. Insgesamt haben die Aktienmärkte im November erneut leicht zugelegt, wobei die regionale Entwicklung sehr unterschiedlich verlief. Vor dem Hintergrund des erklärten Reformwillens setzten sich die Börsen in Japan und China deutlich an die Spitze der Entwicklung. Zwar erwarten wir, dass die Märkte auf die Ankündigungen und Maßnahmen der chinesischen und japanischen Regierungen weiterhin mit hoher Volatilität reagieren werden, dennoch bleiben wir bei unseren Investitionen, um am langfristigen Trend teilzuhaben. Zu unseren Positionen in Titeln, die vom wachsenden Konsum in China profitieren und sich im Berichtsmontat ausgesprochen gut entwickelt haben, zählte Yum Brands, Betreiber unter anderem der Franchisemarketten Kentucky Fried Chicken und Pizza Hut.



### ROHSTOFFE

Carmignac Commodities verzeichnete im Berichtsmontat eine leicht negative Performance. Wir haben verschiedene Positionen aufgelöst, um das Portfolio auf unsere stärksten Überzeugungen zu konzentrieren. So haben wir beispielsweise den Erdöldienstleister Cameron International abgestoßen, dessen Geschäftsaussichten wenig absehbar scheinen. Auch beim Explorations- und Förderunternehmen Pioneer Natural Resources, dessen Bewertung zunehmend anzog, haben wir nach einer sehr starken Performance unsere Gewinne realisiert. Innerhalb unserer Allokation bevorzugen wir weiterhin den Energiesektor, zumal wir trotz der jüngsten Vereinbarung mit dem Iran über die Nutzung der Kernenergie nicht erwarten, dass das Land in den kommenden Monaten massiv Rohöl exportieren wird.



### DACHFONDS

Unsere Dachfonds haben sich im November positiv entwickelt. Wir haben unser Aktienexposure weiter ausgebaut und auf das für den jeweiligen Fonds maximal zulässige Niveau angehoben. Somit lag das Aktienexposure von Carmignac Profil Réactif 100, 75 und 50 zu Monatsende bei 99%, 75% bzw. 49%. Insbesondere unsere Exposure in die chinesischen und japanischen Aktienmärkte haben wir verstärkt.

## FONDS PERFORMANCE

	NAV	2013	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre
<b>Carmignac Investissement A EUR acc</b>	<b>992,98</b>	<b>12,52%</b>	<b>13,70%</b>	<b>13,30%</b>	<b>84,62%</b>
<i>MSCI AC World NR (Eur)</i>	-	16,89%	17,78%	27,16%	73,70%
<b>Carmignac Portfolio Grande Europe A EUR acc</b>	<b>156,35</b>	<b>8,00%</b>	<b>8,28%</b>	<b>13,76%</b>	<b>59,01%</b>
<i>Stoxx 600 NR (Eur)</i>	-	19,55%	21,25%	27,71%	62,12%
<b>Carmignac Euro-Entrepreneurs A EUR acc</b>	<b>231,73</b>	<b>15,95%</b>	<b>17,83%</b>	<b>33,25%</b>	<b>102,51%</b>
<i>Stoxx 200 Small NR NR (Eur)</i>	-	24,04%	27,30%	33,73%	117,96%
<b>Carmignac Emergents A EUR acc</b>	<b>714,68</b>	<b>-5,43%</b>	<b>-3,81%</b>	<b>0,01%</b>	<b>112,40%</b>
<i>MSCI Emerging Markets NR (Eur)</i>	-	-4,31%	-1,08%	-	-
<b>Carmignac Portfolio Emerging Discovery A EUR acc</b>	<b>1 081,41</b>	<b>-1,69%</b>	<b>-0,18%</b>	<b>-7,84%</b>	<b>138,22%</b>
<i>50% MSCI EM SmallCaps NR (Eur) + 50% MSCI EM MidCaps NR (Eur)</i>	-	-3,33%	0,11%	-12,62%	120,57%
<b>Carmignac Portfolio Commodities A EUR acc</b>	<b>261,39</b>	<b>-10,09%</b>	<b>-9,47%</b>	<b>-31,63%</b>	<b>50,65%</b>
<i>Carmignac Commodities Index*</i>	-	-2,70%	-0,88%	-	-
<b>Carmignac Patrimoine A EUR acc</b>	<b>565,34</b>	<b>2,64%</b>	<b>3,08%</b>	<b>7,39%</b>	<b>36,53%</b>
<i>50% MSCI AC World NR (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>	-	5,36%	4,63%	15,10%	43,40%
<b>Carmignac Portfolio Emerging Patrimoine A EUR acc</b>	<b>98,36</b>	<b>-12,38%</b>	<b>-10,54%</b>	-	-
<i>50% MSCI EM NR (Eur) + 50% JP Morgan GBI EM Global diversified</i>	-	-7,84%	-5,95%	-	-
<b>Carmignac Euro-Patrimoine A EUR acc</b>	<b>303,73</b>	<b>1,21%</b>	<b>0,13%</b>	<b>11,54%</b>	<b>22,32%</b>
<i>50% EuroStoxx 50 NR (Eur) + 50% Eonia kapitalisiert</i>	-	10,30%	11,67%	11,25%	17,59%
<b>Carmignac Profil Réactif 100 A EUR acc</b>	<b>177,58</b>	<b>2,77%</b>	<b>5,95%</b>	<b>6,24%</b>	<b>54,71%</b>
<i>MSCI AC World NR (Eur)</i>	-	16,89%	17,78%	27,16%	73,70%
<b>Carmignac Profil Réactif 75 A EUR acc</b>	<b>197,67</b>	<b>1,36%</b>	<b>3,70%</b>	<b>5,01%</b>	<b>39,99%</b>
<i>75% MSCI AC World NR (Eur) + 25% Citigroup WGBI (Eur)</i>	-	11,13%	11,18%	21,30%	58,86%
<b>Carmignac Profil Réactif 50 A EUR acc</b>	<b>164,50</b>	<b>-0,96%</b>	<b>0,54%</b>	<b>2,47%</b>	<b>26,52%</b>
<i>50% MSCI AC World NR (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>	-	5,36%	4,63%	15,10%	43,40%
<b>Carmignac Portfolio Global Bond A EUR acc</b>	<b>1 080,86</b>	<b>-5,32%</b>	<b>-5,95%</b>	<b>10,34%</b>	<b>2,60%</b>
<i>JP Morgan Global Government Bond (Eur)</i>	-	-6,55%	-8,76%	1,71%	13,42%
<b>Carmignac Sécurité A EUR acc</b>	<b>1 664,03</b>	<b>2,31%</b>	<b>2,88%</b>	<b>8,49%</b>	<b>24,47%</b>
<i>Euro MTS 1-3 Jahre</i>	-	1,83%	1,96%	7,53%	13,19%
<b>Carmignac Portfolio Capital Plus A EUR acc</b>	<b>1 139,16</b>	<b>3,05%</b>	<b>3,75%</b>	<b>10,35%</b>	<b>12,99%</b>
<i>Eonia kapitalisiert</i>	-	0,08%	0,08%	1,24%	2,62%
<b>Carmignac Court Terme A EUR acc</b>	<b>3 759,84</b>	<b>0,18%</b>	<b>0,19%</b>	<b>1,58%</b>	<b>3,20%</b>
<i>Eonia kapitalisiert</i>	-	0,08%	0,08%	1,24%	2,62%

\* 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 29/11/2013.

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.