



VON DIDIER SAINT-GEORGES

Mitglied des Investmentkomitees

Das Jahr 2013 stand im Zeichen der geldpolitischen Unterstützung durch die Zentralbanken, vor allem die US-Notenbank, die das Jahr mit dem dritten Anleihenkaufprogramm, auch Quantitative Easing 3 genannt, begann. Die sehr akkommodierende Geldpolitik sollte die schwächelnde Wirtschaft in den Industriestaaten ankurbeln. Vor dem Hintergrund der niedrigen Inflation rechtfertigte sie nicht nur eine konstruktive Positionierung an den Aktienmärkten, sondern auch ein sorgenfreies Exposure in Anleihen. Die Überraschung kam aus den USA, wo auch die Fiskalklippe und der Haushaltsstreit die Wirtschaftsdynamik nicht länger dämpfen konnten und die Fed veranlassten, eine baldige Drosselung der Anleihenkäufe

„DAS HAUPTTRISIKO LIEGT IN DEN ENTZUGERSCHEINUNGEN, DIE INFOLGE DER DROSSELUNG DER AUSSERGEWÖHNLICHEN GELDPOLITISCHEN UNTERSTÜTZUNG DER US-NOTENBANK AUFTRETEN KÖNNTEN.“

anzukündigen. Folglich entwickelten sich die Anlageklassen sehr unterschiedlich: Die weltweiten Aktienmärkte beendeten das Jahr mit einem Plus von 17,5%, wäh-

rend der globale Rentenindex einen Verlust von mehr als 8% verbuchen musste. Nur in den Schwellenländern büßten die Aktienbörsen infolge des drohenden Auslaufens der geldpolitischen Lockerung im Jahresverlauf durchschnittlich 7% ein.

2014 beginnt also mit einer völlig anderen Dynamik als 2013. Das Wirtschaftswachstum in den USA beschleunigt sich weiter, obwohl es bereits in der Mitte des Zyklus angekommen ist, und bald nicht mehr unter den Haushaltskürzungen leiden wird. In Europa und den Schwellenländern, die in den letzten Jahren einen deutlichen Abschwung (wenn auch in sehr unterschiedlichem Ausmaß) verzeichnen mussten, stabilisiert sich die Konjunktur, während Japan eine wirtschaftliche Renaissance erlebt. Ziel der Vermögensverwaltung ist es nun, die Chancen des von den USA angetriebenen Aufschwungs zu nutzen und sich gleichzeitig vor den Risiken einer Zinsnormalisierung zu schützen.

Die US-Wirtschaft hat sich unerwartet schnell erholt. Das Wachstum erreichte 2013 beinahe 2% und führte zu einer deutlichen Steigerung der Steuereinnahmen. Der Aufschwung der Industrie und die baldige Energieautarkie ermöglichen es den USA, einen Großteil der Binnenfrage ohne Importe zu befriedigen und so die Leistungsbilanz zu sanieren, deren Defizit seit 2009 von 6,5% auf 2% geschrumpft ist. Der stete Rückgang der

Arbeitslosigkeit ist ebenfalls ein Ergebnis der neuen Wirtschaftsdynamik. Die Fundamentaldaten der US-Wirtschaft haben sich also zweifelsohne verbessert. In den meisten Sektoren meldeten die Unternehmen, die wir beobachten, eine Beschleunigung des Geschäfts zum Jah-



reswechsel, was auf eine Fortsetzung der Dynamik im neuen Jahr deutet. Obwohl das Niveau der Aktienmärkte kaum mehr Spielraum für einen Anstieg der Kurs-Gewinn-Verhältnisse (KGV) bietet, scheint es logisch, dass die US-Börsen weiterhin an der Spitze liegen, vor allem, weil ihr Beitrag zum Vermögenseffekt die Stimmung der Konsumenten im Land aufhellt.

Im Euroraum sieht die Wirtschaftslage völlig anders aus. Die Indikatoren des vierten Quartals bestätigen, dass die Region das Jahr 2013 mit einem annualisierten „Wachstum“ von insgesamt -0,5% abschloss und große Schwierigkeiten



haben dürfte, im neuen Jahr mehr als 1% zuzulegen. Die Anpassung der Randstaaten hat das Ungleichgewicht zwar gemindert, aber gleichzeitig den Deflationsdruck erhöht. Trotz der Senkung der Nominalzinsen sind damit die realen Finanzierungskosten (d. h. nach Abzug der Inflation) 2013 in Italien und Spanien sogar gestiegen! Infolge des Abklingens des

„DIE SCHWELLENLÄNDER HABEN HEUTE SEHR UNTERSCHIEDLICHE AUSSICHTEN.“

systemischen Risikos und der Rückkehr der ausländischen Anleger wurden die europäischen Aktienmärkte vor allem von einem Nachholbedarf sowie der Erwartung eines ca. 15-prozentigen Wachstums der Unternehmensgewinne in Europa (gegenüber einem Rückgang von 5% im Jahr 2013) angetrieben. Die europäischen Volkswirtschaften beginnen 2014 mit einer positiven Dynamik, die jedoch noch stark von der weltweiten Konjunkturerholung und der Unterstützung der Europäischen Zentralbank (EZB) abhängt, die dieses Jahr vielleicht wieder eingreifen muss.

In Japan wird das Programm zur Konjunkturförderung fortgesetzt. Das Land konnte der Deflation bereits ein Ende setzen und die Inflation zum Jahreswechsel auf annualisierte 1,2% anheben. Auch der Konsum steigt stetig. Es ist daher anzunehmen, dass die japanische Wirtschaft die im April 2014 geplante Anhebung der Mehrwertsteuer verkraften kann. Ob das Land den nachhaltigen nominalen Wachstumskurs halten kann, muss noch bestätigt werden (siehe Carmignac's Note, November 2013), aber die Entwicklung des Aktienmarktes dürfte die wirtschaftliche Renaissance weiterhin begleiten (nach einem Plus von 57% im Jahr 2013, das aber „nur“ einem Anstieg von 25% in Euro entspricht).

Für die Schwellenländer ist die kräftig anziehende Nachfrage in den USA eine erfreuliche Nachricht, die jedoch dem Risiko einer Reduktion der Liquidität gegenüber zu stellen ist. Die Wachstumsprognosen fallen sehr unterschiedlich aus. In China soll sich das Wachstum bei 6 bis 7% und

in Indien bei 4,5% stabilisieren, in Mexiko dürfte es sich von 1,5 auf 2,7% beschleunigen und in Brasilien von 2,3 auf 1,9% sinken. Auch in Bezug auf die Haushalts- und Handelsbilanz, den Verschuldungsgrad und die Währungsreserven sind diese Volkswirtschaften sehr unterschiedlich aufgestellt. Schließlich unterscheiden sich die Länder in Bezug auf die Umsetzung der Strukturreformen (siehe Carmignac's Note, November 2013). Die drei Analyseebenen deuten auf sehr verschiedene Anlagechancen an den Börsen dieser Länder.

Vor dem Hintergrund eines Weltwirtschaftswachstums, das den zweiten Teil des Zyklus seit der Krise im Jahr 2008 beginnt, liegt das Hauptrisiko in den Entzugserscheinungen der Märkte angesichts des allmählichen Austrocknens der bislang einzigartigen Geldschwemme. Eine unerwartete Beschleunigung des US-Konjunkturzyklus würde die Anleihenmärkte deutlich schwächen. Dann könnten die Inflationserwartungen, die heute von einer äußerst niedrigen Teuerung ausgehen, infolge der verbesserten Arbeitsmarktlage in den USA in Frage gestellt werden. Das würde die Fed, die bislang die Zinsen kurzfristig auf einem sehr niedrigen Niveau halten konnte, vor neue Herausforderungen stellen.

Diese Analyse rechtfertigt ein übergewichtetes Aktienexposure Anfang 2014, wobei jedoch das Risiko eines sprunghaften Zinsanstiegs aktiv verwaltet werden muss. Zu diesem Zweck wurden bereits verschiedene Positionen aufgebaut. Vor allem eine negative modifizierte Duration in US-Staatsanleihen (die zehnjährigen Treasuries rentieren nun bei 3%) sowie eine sehr selektive Auswahl der Unternehmens- und Staatsanleihen mit kurz- bis mittelfristigen Laufzeiten aus den europäischen Randstaaten. Schließlich wurde die Aktienposition sorgfältig auf US-amerikanische und europäische zyklische Werte mit soliden Bilanzen, globale Wachstumswerte, deren Entwicklung leicht prognostiziert werden kann, Schwellenländerwerte mit hoher Bonität, die kaum auf das Zinsrisiko reagieren, und japanische Werte, die von der wirtschaftlichen Renaissance des Landes profitieren, aufgeteilt. In Erwartung einer sehr unterschiedlichen Entwicklung in den USA (robustes Wachstum) und Europa (schwache Erholung) wurde zudem der US-Dollar in den Portfolios Übergewich-

tet. Wir sind sicher, dass diese ehrgeizige Positionierung uns ermöglicht, eventuelle Klippen in den nächsten Monaten zu umschiffen und das Jahr 2014 gut aufgestellt zu beginnen. Mit diesem Ausblick wünschen wir Ihnen ein glückliches und erfolgreiches neues Jahr.

Redaktionsschluss: 2. Januar 2014



DEVISEN

Im Dezember ist der Yen wieder gegenüber dem Euro gesunken und ist damit einem klar erkennbaren Trend gefolgt. Seit Jahresbeginn hat der Yen gegenüber dem Euro um knapp 25% abgewertet: Unsere Short-Positionen in Yen leisteten den höchsten Performancebeitrag in unserer Währungsstrategie. Wir beginnen 2014 mit einer deutlichen Präferenz für den US-Dollar, der vom Wachstums- und Zinsunterschied zwischen Europa und den USA profitieren dürfte. Aus diesem Grund beträgt unser Exposure in US-Dollar 59% im Carmignac Patrimoine und 70% im Carmignac Investissement. Die strategische Positionierung zugunsten des US-Dollars wird durch die Short-Positionen in Yen ergänzt.



ANLEIHEN

Infolge des sich beschleunigenden Konjunkturaufschwungs und der von Ben Bernanke in die Wege geleiteten geldpolitischen Normalisierung, steigen die Renditen der zehnjährigen US-Staatsanleihen seit Dezember wieder an. Ein unerwartetes Anziehen des Wachstums könnte die Anleger überraschen. Vor diesem Hintergrund bildet unsere negative modifizierte Duration in US-Anleihen im Rahmen der globalen Verwaltung Anfang 2014 eine der wichtigsten Maßnahmen zum Risikomanagement. Die modifizierte Duration von Carmignac Patrimoine beträgt damit -1,9 und die von Carmignac Global Bond -1,1. Auf der Suche nach Unternehmensanleihen mit attraktiven Renditen identifizieren wir die Sektoren und Emissionen mit dem besten Rendite-Risiko-Verhältnis. Im Monatsverlauf haben wir deshalb unsere Positionen in europäischen Bankanleihen aufgestockt. Die modifizierte Duration von Carmignac Emerging Patrimoine, Carmignac Sécurité und Carmignac Capital Plus bleibt mit 0,2, 1 und 0,4 vorsichtig.



AKTIEN

Die Aktienmärkte schlossen das Jahr 2013, das ihnen sehr günstig gestimmt war, mit einer Hausse ab. Wie in unserem Editorial erläutert, ist diese Entwicklung in erster Linie auf den Anstieg des KGV der Unternehmen zurückzuführen, jedoch nicht auf eine Erhöhung der Gewinne. Auch 2014 dürfte die Aktienmärkte begünstigen, vorausgesetzt die Zinsen ziehen nicht zu schnell an und das Gewinnwachstum beschleunigt sich. In den USA sollte die etwas lockerere Haushaltspolitik das Wachstum der Unternehmensgewinne fördern. In der übrigen Welt bevorzugen wir die Länder, in denen die Reformen das Wachstumspotenzial verbessern: in der westlichen Welt ist Japan ebenso wie China und Mexiko im Aufschwung. Angesichts der nächsten Wahlen, die zu einem tief greifenden Wandel führen könnten, bauen wir auch eine opportunistische Position in Indien auf.



ROHSTOFFE

Carmignac Commodities verzeichnete im Monatsverlauf eine positive Performance. Angesichts des sich beschleunigenden Wirtschaftswachstums in den USA, die der weltweit größte Energieverbraucher sind und der Wiederherstellung des wirtschaftlichen Gleichgewichts in China, zugunsten des Konsums, bevorzugen wir weiterhin den Energiesektor in unserer Allokation. Die jüngsten Gewinnwarnungen einiger Dienstleistungsunternehmen in diesem Sektor zeigen allerdings, dass die Titel sehr genau ausgewählt werden müssen. Anfang 2014 finden wir die besten Anlageideen unter US-Konzernen, die im Bereich Schiefergas und Schieferöl aktiv sind. Der Aufschwung der Weltwirtschaft dürfte uns 2014 auch im Rohstoffsektor neue Chancen bieten.



DACHFONDS

Unsere Dachfonds konnten im Dezember eine stabile Performance verbuchen. Wir hielten an unserem Aktienexposure fest, das nun knapp unter dem höchstzulässigen Niveau der einzelnen Fonds liegt. Zum Monatsende betrug die Aktienposition von Carmignac Profil Réactif 100, 75 und 50 jeweils 98%, 74% bzw. 49%.



FONDS PERFORMANCE

	NAV	2013	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre
Carmignac Investissement A EUR acc	1 008,41	14,27%	14,27%	12,06%	84,95%
<i>MSCI AC World NR (Eur)</i>	-	17,49%	17,49%	22,85%	84,85%
Carmignac Portfolio Grande Europe A EUR acc	157,16	8,56%	8,56%	9,47%	65,24%
<i>Stoxx 600 NR (Eur)</i>	-	20,79%	20,79%	22,48%	70,31%
Carmignac Euro-Entrepreneurs A EUR acc	238,63	19,40%	19,40%	27,39%	113,35%
<i>Stoxx 200 Small NR NR (Eur)</i>	-	26,73%	26,73%	25,57%	128,44%
Carmignac Emergents A EUR acc	709,09	-6,17%	-6,17%	-3,26%	113,32%
<i>MSCI Emerging Markets NR (Eur)</i>	-	-6,81%	-6,81%	-	-
Carmignac Portfolio Emerging Discovery A EUR acc	1 075,24	-2,25%	-2,25%	-8,35%	135,69%
<i>50% MSCI EM SmallCaps NR (Eur) + 50% MSCI EM MidCaps NR (Eur)</i>	-	-5,18%	-5,18%	-16,13%	111,08%
Carmignac Portfolio Commodities A EUR acc	265,86	-8,55%	-8,55%	-34,82%	57,61%
<i>Carmignac Commodities Index*</i>	-	-1,98%	-1,98%	-	-
Carmignac Patrimoine A EUR acc	570,28	3,53%	3,53%	8,32%	36,21%
<i>50% MSCI AC World NR (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>	-	4,67%	4,67%	12,79%	47,44%
Carmignac Portfolio Emerging Patrimoine A EUR acc	96,96	-13,63%	-13,63%	-	-
<i>50% MSCI EM NR (Eur) + 50% JP Morgan GBI EM Global diversified</i>	-	-9,86%	-9,86%	-	-
Carmignac Euro-Patrimoine A EUR acc	303,92	1,27%	1,27%	8,50%	27,60%
<i>50% EuroStoxx 50 NR (Eur) + 50% Eonia kapitalisiert</i>	-	10,80%	10,80%	8,98%	17,65%
Carmignac Profil Réactif 100 A EUR acc	178,73	3,43%	3,43%	4,73%	57,72%
<i>MSCI AC World NR (Eur)</i>	-	17,49%	17,49%	22,85%	84,85%
Carmignac Profil Réactif 75 A EUR acc	198,02	1,54%	1,54%	3,78%	41,43%
<i>75% MSCI AC World NR (Eur) + 25% Citigroup WGBI (Eur)</i>	-	11,08%	11,08%	18,06%	65,86%
Carmignac Profil Réactif 50 A EUR acc	164,07	-1,22%	-1,22%	1,62%	26,54%
<i>50% MSCI AC World NR (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>	-	4,67%	4,67%	12,79%	47,44%
Carmignac Portfolio Global Bond A EUR acc	1 088,19	-4,67%	-4,67%	11,72%	3,19%
<i>JP Morgan Global Government Bond (Eur)</i>	-	-8,62%	-8,62%	0,99%	13,48%
Carmignac Sécurité A EUR acc	1 668,09	2,56%	2,56%	8,81%	22,52%
<i>Euro MTS 1-3 Jahre</i>	-	1,76%	1,76%	6,95%	12,39%
Carmignac Portfolio Capital Plus A EUR acc	1 141,20	3,23%	3,23%	10,07%	12,63%
<i>Eonia kapitalisiert</i>	-	0,09%	0,09%	1,22%	2,40%
Carmignac Court Terme A EUR acc	3 760,67	0,20%	0,20%	1,55%	2,92%
<i>Eonia kapitalisiert</i>	-	0,09%	0,09%	1,22%	2,40%

* 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 31/12/2013.

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.