



DAS VERTRAUEN STEHT IN FRAGE

Von Didier Saint-Georges

Mitglied des Investmentkomitees
Managing Director

Seit unserer letzten Note vom 1. September gab es keine neuen Informationen, die unsere strategischen Visionen (zu Einzelheiten siehe Carmignac's Note „Der Moment der Wahrheit“) entkräftet hätten, die wir mittlerweile in unseren Fonds umgesetzt haben. Die negative Reaktion der Märkte auf die Entscheidung der Fed, im September keinen Entschluss zu fassen, hat die heute wahrhaft tragische Situation der US-Notenbank bestätigt. Sechs Jahre nachdem der Kurs einer

“

Das Gesetz sinkender Renditen macht es unwahrscheinlich, dass die extrem akkommodierende Geldpolitik in Zukunft mehr Wirkung zeigen wird.

”

geldpolitischen Unterstützung nie dagewesenen Ausmaßes eingeleitet wurde, fürchten die Anleger einerseits den Beginn einer geldpolitischen Straffung: Sie äußern aber anderer-

seits auch zu Recht ihr Misstrauen gegenüber einer Aufrechterhaltung dieser außergewöhnlichen geldpolitischen Bedingungen, aufgrund ihrer bisherigen Wirkungslosigkeit auf die Realwirtschaft.

Die mittlerweile unmittelbar mit der Problematik des Ausstiegs aus dem Quantitative Easing konfrontierten Märkte steuern auf eine Zeit großer Ungewissheit zu. Sie folgt auf sechs Jahre, in denen die Märkte durch das Vertrauen in den Rückhalt durch die Zentralbanken gestützt wurden. Eine abermalige Verstärkung der geldpolitischen Unterstützung, insbesondere in der Eurozone oder in Japan, ist wahrscheinlich und könnte das Vertrauen der Anleger vorübergehend zurückgewinnen. Doch am Anleihemarkt ist bereits eine erste Verschlechterung zu beobachten, während die von der abrupten Korrektur der chinesischen Wirtschaft angetriebene weltweite Konjunkturschwäche und der damit verbundene Deflationsdruck anhalten. Von den USA bis nach China und von Europa bis nach Japan benötigt die nach wie vor überschuldete Welt-

wirtschaft eine Beschleunigung ihres potenziellen Wachstums. Doch die Zentralbanken bekräftigen, dass sie darauf keinen Einfluss haben. Ihnen



ist es seit 2009 gelungen, die Märkte zu schützen, und sie haben den Regierungen ein Startfenster geöffnet, um die notwendigen Reformen einzuleiten. Dieses Fenster beginnt sich allmählich zu schließen, aber die Reformen wurden nur in seltenen Fällen umgesetzt. Das Wachstum ist weiterhin zu schwach, um einen Schuldenabbau zu ermöglichen und die Inflation hat nicht wieder angezogen. Unsere Portfolios behalten ihre sehr vorsichtige Positionierung bei und konzentrieren sich auf Aktien mit hoher Transparenz und haben

nunmehr ein verstärktes Exposure in langlaufenden Staatsanleihen.

Die Weltkonjunktur schwächelt

Die Zuspitzung der Konjunkturschwäche in China im Zuge des Abflusses überschüssiger Liquidität (siehe unsere Note vom September) ist deutlich erkennbar: Denn gemäß den Zahlen des nationalen chinesischen Statistikamts, eine Institution, die sich noch nie durch übermäßigen Pessimismus hervorgetan hat, sind die Gewinne der chinesischen Industrie im August noch einmal um 8,8% zurückgegangen (davon -22% in der Automobilindustrie, -72% in der Ölindustrie und -10% im Telekommunikationssektor). Der Immobilienmarkt setzt seinen Sanierungsprozess fort (zumindest in den Großstädten), und der Konsum hält sich weiterhin gut. Doch unsere Beobachtungen vor Ort bekräftigen unsere Befürchtung, dass die Phase der Kapitalflucht im August, die durch die ungeschickte Währungsabwertung verstärkt wurde, und die anschließende Einführung von Währungskontrollen beim Vertrauen des privaten Sektors ihre Spuren hinterlassen haben. Den Behörden wird es letztendlich gelingen, das Wachstum des Landes wieder ins Gleichgewicht zu bringen, und in ruhiges Fahrwasser zu steuern. Doch der Weg dorthin wird schwierig und angesichts politischer Prioritäten und des Ausmaßes der abzubauenen industriellen Überkapazitäten nicht ohne Hindernisse sein.

In Brasilien ist höchste Vorsicht geboten, da das Land sowohl Opfer der schwachen chinesischen Industrie, als auch für seine eigenen Probleme verantwortlich ist. Die Zuspitzung der Rezession verschlimmert das Haushaltsdefizit, und die Regierungsprognose eines Primärdefizits für 2016 (Defizit vor Schuldenlast!) ohne jegliches Reformprojekt und ohne glaubwürdigen Haushaltssanierungsplan hat zu Recht die Herabstufung des Bonitätsratings des Landes durch die Agentur S&P auf „junk“ nach sich gezogen.

In den USA hält sich der Konsum derzeit noch gut, aber die vor zwei Monaten veröffentlichten Wirtschaftszahlen für die Industrie sind insgesamt schwach. Aufgrund des Rückgangs neuer Aufträge ist der Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe für den September erneut gesunken. Die Arbeitsmarktzahlen, die bisher der positivste Indikator für die Fed waren, blieben im September weit hinter den Erwartungen zurück.

In Japan sorgt die Entwicklung der Kerninflation (+0,8%) nach den Anstrengungen eines doppelt so heftigen Quantitative Easing wie in den USA für eine gewisse Beruhigung, aber die Fertigungszahlen des Tankan-Berichts für den September bestätigen, dass das Wirtschaftswachstum weiterhin sehr nahe bei null liegt.

In der Eurozone fiel die Schätzung der Verbraucherpreisentwicklung für den September trotz der unverkennbaren Konjunkturverbesserung, die so viel Hoffnung machte, zum ersten Mal in sechs Monaten in den negativen Bereich (-0,1%), und die Großhan-

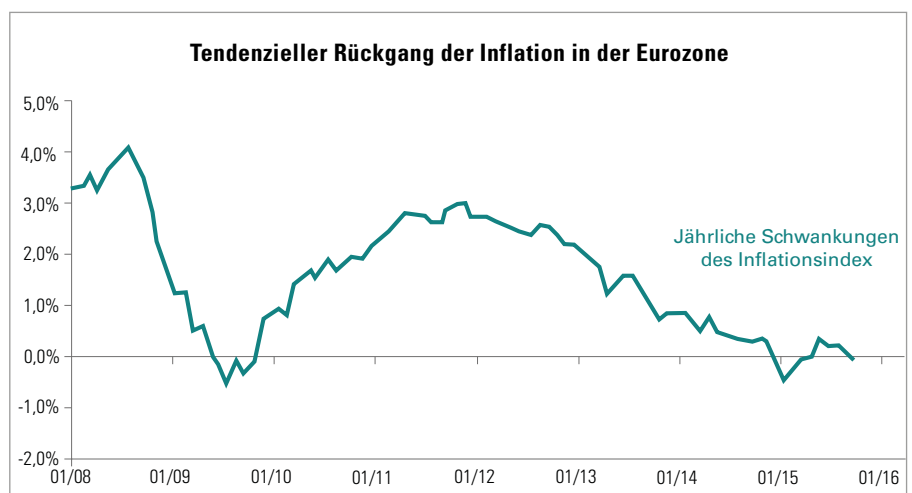
delspreise verzeichneten einen Rückgang von -2,6%.

Diese Tendenz zu einer allgemeinen Konjunkturabschwächung wäre nicht so problematisch, wenn sie nicht durch den mit ihr einhergehenden Deflationsdruck verschlimmert würde. Zudem kommt sie zu einem Zeitpunkt, in dem das Vertrauen in eine wirkungsvolle Reaktion der Zentralbanken allmählich in Frage steht.

Eine Frage des Vertrauens

Die Fed hat ihr Pulver verschossen. Die Quantitative Lockerung ist beendet und Janet Yellen ist es bisher nicht gelungen, sich bei den Zinssätzen auch nur den geringsten Spielraum zu verschaffen. Die Bank of Japan und die EZB haben theoretisch noch Pulver, um ihre Liquiditätskanonen nachzuladen. Doch das unumstößliche Gesetz sinkender Renditen macht es unwahrscheinlich, dass ihre extrem akkommodierende Geldpolitik, die bisher nur wenig Wirkung auf die Realwirtschaft gezeigt hat, dies künftig in stärkerem Maße tun wird.

“
Diese Tendenz zu einer allgemeinen Konjunkturabschwächung wäre nicht so problematisch, wenn sie nicht durch den mit ihr einhergehenden Deflationsdruck verschlimmert würde.
”



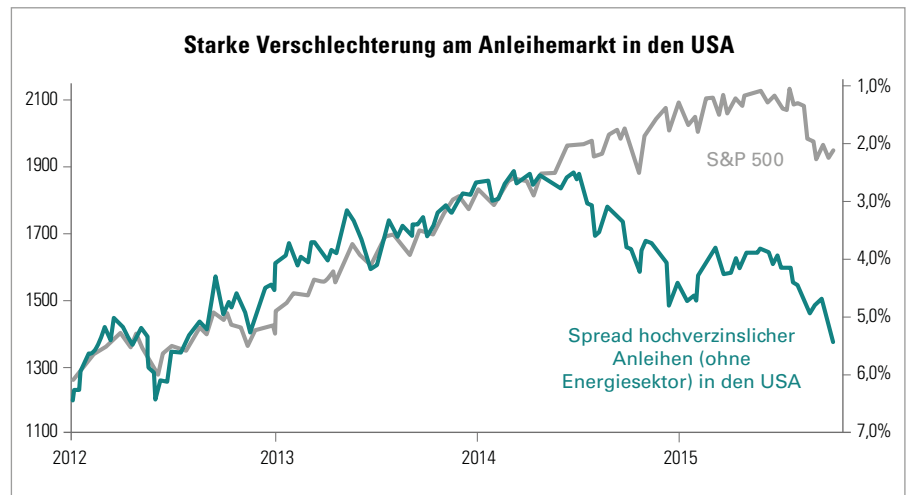
Quelle : Carmignac

Das Vertrauen ist auf so grundlegende Weise das Rückgrat des Finanzsystems, dass es wohl kaum auf einen Schlag wegbrechen wird. Die Märkte wurden nicht mit dem plötzlichen Konkurs einer großen Bank konfrontiert. Sie müssen sich jedoch auf das zögerliche Ende einer Zeit gefasst machen, in der es möglich war, das Wesen der wirtschaftlichen Realität dank eines nie dagewesenen Liquiditätszyklus auszublenden, der mit dem Gütesiegel der Zentralbankgarantie versehen war. Sie müssen sich nunmehr auf die Wirklichkeit einer einsetzenden Abschwächung des Weltwirtschaftswachstums einstellen, mit allen Gefahren, die diese für den moderaten amerikanischen Aufschwung und die sehr instabilen Konjunkturzyklen in Europa und Japan mit sich bringt.

Im Umfeld dieses bedeutenden Wandels ist die jüngste Verschlechterung auf dem Markt für hochverzinsliche Anleihen besonders besorgniserregend. Denn sie ist nunmehr wesentlich ausgeprägter als die der Aktienmärkte, auch wenn man den Erdölsektor aus dem Vergleich ausklammert, obwohl diese beiden Märkte traditionell stark miteinander korrelieren.

Eine Frage des Vertrauens, die auch sehr direkt die Anlageverwaltung betrifft

Die passive Verwaltung hat die aktive Verwaltung seit sechs Jahren vor enorme Herausforderungen gestellt, indem sie sich auf Märkten bewegte, die nicht den Kriterien einer Fundamentalanalyse entsprachen, sondern allein den Finanzströmen folgten. Die bevorstehende Phase der Instabilität kündigt das Ende des ungebrochenen Anstiegs der Indizes an und könnte das Schicksal der benchmarkorientierten Verwaltung besiegeln. Dieser Übergang ist eine historische Chance für aktiv verwaltete Fonds. Doch die Herausforderungen sind groß und müssen langfristig gemeistert werden. Wir selbst haben trotz unserer strategi-



Quelle : Datastream

schen Analyse, die derzeit durch die Realität bestätigt wird, kurzfristig die Heftigkeit der Marktschwankungen im August zu spüren bekommen. Wir haben zu spät erkannt, dass sich die Abwertung der chinesischen Währung als Katalysator auswirken würde, der in nur wenigen Tagen die weltweiten Märkte destabilisiert. Wir mussten demzufolge in einigen unserer Fonds den größten Teil der Performance, die wir seit Jahresbeginn kumuliert hatten, wieder abgeben. Fehler sind ein Teil der aktiven Verwaltung, aber es hätte uns ganz klar gelingen müssen, gerade diesen zu vermeiden. Heute sind wir wachsam, aber unsere strategische Analyse bleibt unverändert. Wir sind uns darüber im Klaren, dass diese erneut dem Konsens zuwiderläuft, der sich widerwillig mit der Vorstellung eines bedeutenden Wandels abfindet und gern weiter an die immerwährende Macht der Zentralbanken glauben würde. „Don't fight the Fed“ – und erst recht nicht die EZB – wird weiterhin als kategorischer Imperativ angesehen. Doch unsere 27-jährige Erfahrung hat uns gelehrt, dass das Vertrauen mit dem Mut zu einer eigenen Meinung und der Abneigung gegen Konformismus beginnt. Uns werden auch weiterhin gelegentliche Fehler unterlaufen, aber wir werden auch weiter hart arbeiten im Sinne des doppelten Mandats, das uns die Anleger anvertrauen: Die Erhaltung ihres Kapitals gegen das Risiko einer schwerwiegenden Marktkorrektur

und der Erzielung einer langfristig starken Wertentwicklung. Wir wissen, dass man Vertrauen nicht fordern kann, sondern dass man es sich langfristig verdienen muss.

Letzte Überarbeitung am 05/10/2015

Anlagestrategie

Devisen



Während es bei den weltweiten Hauptwährungen – US-Dollar, Euro, Yen und britisches Pfund – im vergangenen Monat kaum Bewegung gab, setzten die Schwellenländerwährungen mit den schwächsten Fundamentaldaten ihren Abwärtstrend fort. So verlor der brasilianische Real allein im September fast 10% an Wert. Vor diesem Hintergrund hat sich der Standpunkt unserer Währungsposition, die die Währungen der Industrienationen (allen voran den Euro) bevorzugt, bestätigt. Unsere Verkaufspositionen auf die anfälligsten Schwellenländerwährungen leisteten einen positiven Beitrag zu unserer Performance und wurden aufrechterhalten.

Anleihen



Die Zinsen auf Staatsanleihen gingen im September zurück, sowohl bei den vermeintlich „sicheren Häfen“ wie amerikanischen und deutschen Anleihen als auch bei Anleihen der europäischen Peripherieländer. Die modifizierte Duration unserer Gesamtstrategie wurde im Monatsverlauf durch die Aufstockung unserer Positionen in amerikanischen Staatsanleihen bis nahe an die zulässigen Höchstwerte angehoben. Diese defensive Positionierung dürfte auch weiterhin Früchte tragen, da die Befürchtungen im Hinblick auf das Weltwirtschaftswachstum zunehmen und der Deflationsdruck unverändert hoch ist.

Aktien



Die Aktienmärkte setzten im September ihren im August eingeschlagenen Abwärtskurs fort, sodass sie über beide Monate zusammen ein Minus von über zehn Prozent verzeichneten. Obwohl China im Mittelpunkt dieser Korrektur stand, konnten sich die Märkte der Industrieländer nicht besser behaupten als die der Schwellenländer. Die Performance Japans und Europas zählte weiterhin zu den Schwächsten. Vor diesem Hintergrund blieb unser geografisch ausgewogener und auf Titel von hoher Qualität konzentrierter Portfolioaufbau nahezu unverändert. Wir bevorzugen weiterhin Unternehmen, deren Gewinnwachstum nur in geringem Maße von der Dynamik des Weltwirtschaftswachstums abhängt und die solide Bilanzen und/oder Cashflows ausweisen. In diesem äußerst instabilen Umfeld haben wir unsere Absicherungen auf die großen weltweiten Indizes beibehalten, um das Exposure unserer weltweiten Fonds auf sehr niedrigem Niveau zu halten. Kurzfristig dürfte sich die Performance unserer Fonds daher vorwiegend auf unsere Titelauswahl stützen.

Rohstoffe



Der Carmignac Portfolio Commodities verzeichnete über den Monat eine negative Performance, übertraf aber seinen Referenzindex. In dem sehr volatilen Um-

feld der Rohstoffmärkte wurde ein Exposure beibehalten, das für einen spezialisierten Aktienfonds gering ist. Wir nehmen weiterhin eine selektive Aufstockung bestimmter Positionen vor, vor allem im Bereich Energie. Denn unsere positive Einschätzung des mittelfristigen Gleichgewichts von Angebot und Nachfrage bei Erdöl wurde von den jüngsten wirtschaftlichen Entwicklungen nicht widerlegt, was uns veranlasst hat, die starken Marktschwankungen zu nutzen, um zu günstigen Kursen unsere Positionen in hochwertigen Titeln, deren Bewertungen nicht ihre Fundamentaldaten widerspiegeln, zu stärken.

Dachfonds



Der Monat war enttäuschend für unsere Dachfonds, deren defensive Positionierung es nicht ermöglicht hat, die Rückgänge der zugrunde liegenden Fonds auszugleichen. Zum Monatsende lagen die Exposures jedoch weiter auf moderaten Niveaus. Der Portfolioaufbau auf der Basis mehrerer Anlageklassen wird von entscheidender Bedeutung sein, um diese komplizierte und volatile Phase auf den Märkten zu meistern. Dies kommt in unseren Dachfonds durch ein verstärktes Exposure im japanischen Yen aufgrund seiner Eigenschaft als „sichere“ Währung zum Ausdruck.

Wertentwicklungen der Vergangenheit lassen keine Rückschlüsse auf zukünftige Wertverläufe zu. Die Kosten sind in den Wertentwicklungen enthalten. Dieses Dokument darf weder ganz noch teilweise ohne vorherige Genehmigung durch die Verwaltungsgesellschaft reproduziert 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. 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.com.

Carmignac Gestion, 24 place Vendôme - 75001 Paris. Tel: (+33) 01 42 86 53 35 - Fax: (+33) 01 42 86 52 10

Vermögensverwaltungsgesellschaft, (AMF-Zulassungsnummer GP 97-08 vom 13/03/1997), Aktiengesellschaft mit einem Grundkapital von 15.000.000 Euro - Handelsregister Paris B 349 501 676

Carmignac Gestion Luxembourg, City Link, 7 rue de la Chapelle - L-1325 Luxembourg. Tel: (+352) 46 70 60 1 - Fax: (+352) 46 70 60 30

Tochtergesellschaft der Carmignac Gestion, OGAW-Verwaltungsgesellschaft (CSSF-Zulassungsnummer vom 10/06/2013), Aktiengesellschaft mit einem Grundkapital von 23.000.000 Euro - Handelsregister Luxemburg B67549