



ES LEBE DIE FREIHEIT!

Von Didier Saint-Georges

Mitglied des Investmentkomitees
Managing Director

« Wer würden Sie sein und was würden Sie tun, wenn Sie keine Angst hätten? »

David Brooks
The New York Times

Nachdem in Paris bereits im Januar ein Anschlag auf die Meinungsfreiheit verübt worden war, wurde am 13. November eine andere Art von Freiheit angegriffen. Es ist die Freiheit, auf der Terrasse eines Cafés etwas zu trinken oder friedlich und

“
In Europa liegt das Wachstum der Bankdarlehen inzwischen kaum über 1% pro Jahr und ist im Oktober sogar auf 0,4% gefallen.
”

gemeinschaftlich einer Veranstaltung beizuwohnen. Kurz gesagt, die

Freiheit zu leben. Es ist Aufgabe der Politik, vereint gegen die terroristische Bedrohung vorzugehen. Jeder und jede Einzelne von uns kann jedoch auf seine oder ihre Weise dazu beitragen, dass die Terroristen nicht den Sieg davontragen, indem wir noch freier leben als zuvor. Auch wenn die Lebensweise allein herzlich wenig gegen die Barbarei ausrichten kann, findet in ihr einer unserer höchsten Werte seinen – wenn auch sehr bescheidenen – Ausdruck im alltäglichen Leben.

Im Berufsleben bedeutet dies für viele von uns, dass sie uns in unserem eigenständigen Denken gegen alle Arten von Druck, oftmals seitens der Mehrheit, bestärkt. Man fühlt sich frei, seine Überzeugung gegebenenfalls mit aller Entschlossenheit zu verteidigen, seine Meinung zu ändern, wenn dies notwendig ist, oder seine Fehler zu erkennen und den Mut zu haben, diese zu korrigieren. Dazu ist manchmal ein wenig Beharrlichkeit nötig, aber schließlich hat auch niemand behauptet, dass es

einfach sei, sich einen freien Geist zu bewahren.

Anleger sollten in ihrem Bereich



heute vielleicht prüfen, ob sie nicht zu Sklaven ihrer Gewohnheiten geworden sind. Viele tun sich oft schwer, Strategien aufzugeben, die ihnen lange Zeit gute Dienste geleistet haben. Man erinnere sich nur an die Verluste, die bei jeder Trendwende auftreten: zum Ende des Jahrzehnts Technologiewerte, im Jahr 2008 Finanzwerte oder vor vier Jahren Rohstoffe, die ihre führende Rolle einbüßten. Heute ist es unserer Überzeugung nach an der Zeit, die Markttendenz der letzten sieben Jahre zu hinterfragen.

In den USA hat der Markt noch nicht erkannt, wie groß das Risiko einer sich abzeichnenden Konjunkturabkühlung ist.

Die Unternehmensergebnisse gehen seit dem dritten Quartal zurück, und zwar deshalb, weil der Zinszyklus gerade erst begonnen hat, während der Konjunkturzyklus bereits sieben Jahre andauert. Die Margen der Unternehmen sind vor allem aufgrund des Rückgangs der Lohnkosten und der Zinsen bis vor kurzem erheblich angestiegen und haben historische Höchststände erreicht. Heute beginnen mit dem Rückgang der Arbeitslosenzahlen die Lohnkosten wieder zu steigen, während die Zinsentwicklung zu einem Belastungsfaktor wird. Daher werden die Margen der Unternehmen unaufhaltsam sinken, und dies umso mehr, wenn der US-Dollar steigt. Daraus folgt, dass sich ein Wachstumsmotor, nämlich die Unternehmensinvestitionen, abschwächt. Kann der Konsum diese Lücke füllen? Trotz der geringeren Lohnkosten blieb der Konsum bis vor kurzem dank des tendenziellen Rückgangs der Sparquote und der Finanzierungskosten sehr stabil. Die Sparzinsen sind schon seit drei Jahren nicht mehr gestiegen (der berühmte „Wohlstandseffekt“ wirkt nicht mehr) und das Vertrauen der privaten Haushalte (gemäß dem monatlichen „Consumer Confidence Index“ des Conference Board) ist seit Jahresanfang am Schwenden. Somit ist auch bei einem leichten Anstieg der Durchschnittseinkommen kaum mit einer Beschleunigung der Verbraucherausgaben in den USA zu rechnen.

Ferner ist auch der Exportsektor als Wachstumsmotor heute sehr anfällig. Durch die anhaltende Verlangsamung der Industrietätigkeit in China sehen sich die Unternehmen gezwungen, ihre Überkapazitäten in Form billiger Exporte zu liquidieren,

sodass die Umsätze US-amerikanischer Exporteure noch stärker unter Druck geraten.

Diese globale Perspektive ist derzeit noch nicht im S&P 500 berücksichtigt (er liegt immer noch 2% unter seinem Höchststand). Einer der Hauptgründe hierfür ist das „Financial Engineering“ und insbesondere die geplanten umfangreichen Aktienrückkäufe, die die Gewinne pro Aktie weiter in die Höhe getrieben haben. Die angekündigte Zinserhöhung wird angesichts der Nettoverschuldung der US-amerikanischen Unternehmen, die in den drei Jahren von 2012 bis 2015 um 80% von 1,5 Billionen USD auf rund 2,8 Billionen gestiegen ist, den künstlich aufgeblähten Gewinnen pro Aktie ein Ende setzen.

Das Potenzial der zyklischen Erholung in Europa seit Jahresbeginn ist weitestgehend erschöpft.

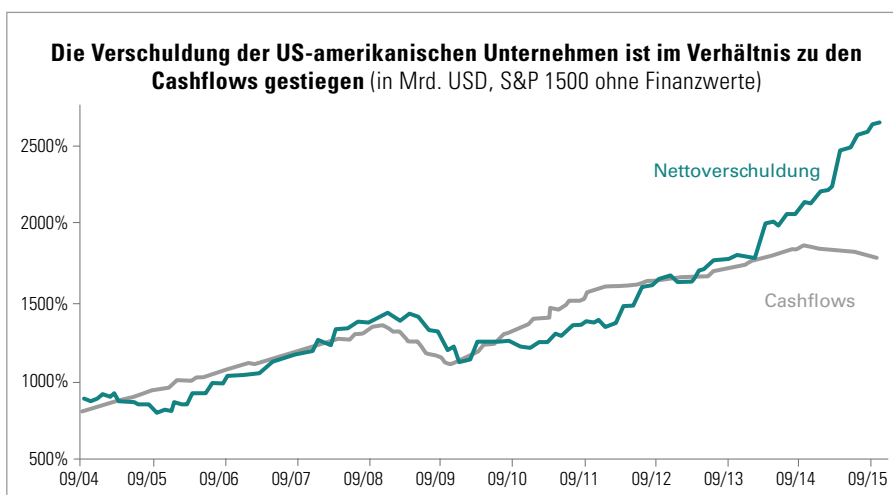
Den neuesten Statistiken zufolge dürfte sich die Erholung im vierten Quartal fortsetzen. Es mehren sich

jedoch die Anzeichen für eine Verlangsamung der Erholung in der Eurozone in den kommenden Quartalen. Tatsächlich lässt die Wirkung des äußerst starken Rückgangs des Euro, der rückläufigen Energiepreise, einer leichten Lockerung der Haushaltssparmaßnahmen und des

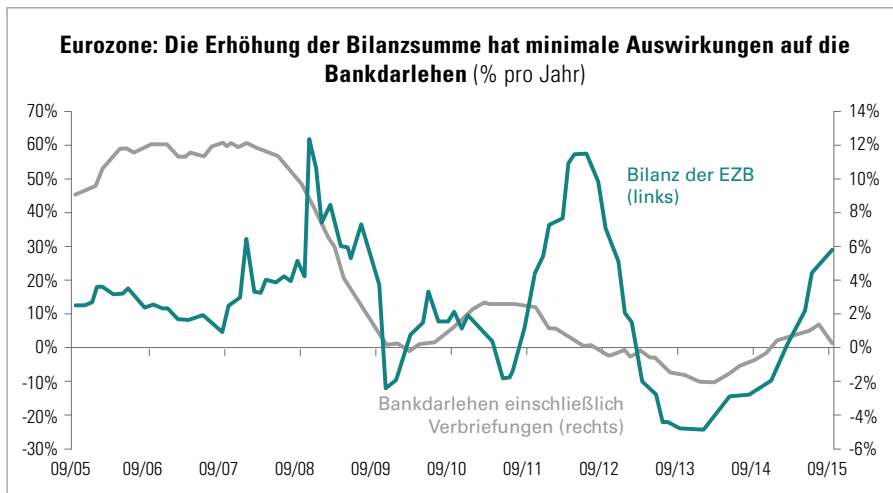
gestiegenen Vertrauens nach, während sich das globale Umfeld weniger günstig auswirkt als bisher. Gleichzeitig beträgt das Wachstum der Bankdarlehen, das sich seit Februar 2014 verbessert hatte, inzwischen kaum über 1% pro Jahr und ist im Oktober sogar auf 0,4% gefallen. Die Darlehen mit Zinsrückständen in Höhe von einer Billion Euro, die noch in den Büchern der

europäischen Banken geführt werden, haben gewiss ihren Teil dazu beigetragen. Frankreich und Italien sind die beiden letzten Länder, die beherzt Reformbereitschaft signalisiert haben. Dies hat sich jedoch bisher noch nicht nennenswert auf das nach wie vor träge Investitionstempo ausgewirkt. Nun liegt die Entscheidung bei Mario Draghi, den Euro erneut abzuwerten, um damit die Ex-

“*Sieben Jahre nach der großen Finanzkrise von 2008 ist das Wirtschaftswachstum immer noch sehr durchwachsen, während die Risiken in Zusammenhang mit dem Finanzsystem größer geworden sind.*”



Quelle : SG Cross Asset Research/ Equity Quant, november 2015



Quelle : SG Cross Asset Research/Forex, november 2015

porte und die Inflation anzutreiben. Angesichts des globalen Konjunkturzyklus und des Deflationsdrucks, der von der Konjunkturverlangsamung in den Schwellenländern zusätzlich verstärkt wird, sollte man sich allerdings keine allzu großen Illusionen über die Wirkung dieser Maßnahmen machen.

behaupten sollte. Das heißt Reduktion des „Beta“, oder des Exposures im Marktrisiko, und stattdessen der Fokus auf Alpha-Generierung als Performancetreiber und nicht zuletzt auch als zusätzliches Risikomanagement-Tool.

Letzte Überarbeitung am 01/12/2015

Diese Analyse mag vielleicht alarmistisch oder verfrüht erscheinen. Man muss jedoch feststellen, dass sieben Jahre nach der großen Finanzkrise von 2008 die Zentralbanken mit ihren diesbezüglichen Maßnahmen bislang nichts weiter als ein sehr durchwachsendes Wirtschaftswachstum erreicht haben, während die Risiken im Finanzsystem größer geworden sind. Die Reaktion der Anleger angesichts dieser Divergenz könnte durchaus noch einige Zeit auf sich warten lassen, da sie immer noch an die magische Wirkung der Unterstützungsmaßnahmen der Zentralbanken glauben. Die Konjunkturverlangsamung in den Schwellenländern sowie der Versuch der Normalisierung der US-amerikanischen Geldpolitik führen heute unserer Ansicht nach zu einer wesentlich höheren Instabilität der Märkte. Wir halten nun die Zeit für gekommen, dass jede aktive Verwaltung, die sich um Kapitalschutz bemüht, ihre Freiheit gegenüber den Indizes

Anlagestrategie

Devisen



Im November nahm der Euro seinen Abwärtstrend wieder auf. Hauptursache für diese Entwicklung war das erneute Versprechen der Europäischen Zentralbank, gegen den Deflationsdruck in der Eurozone vorzugehen. Dieser Druck wurde durch einen erneuten Rückgang der Erdölpreise zusätzlich verstärkt. Der Abwärtstrend führte zu unterschiedlichen Reaktionen bei Schwellenländerwährungen, wobei die Währungen mit dem stärksten Rohstoffbezug wie der Russische Rubel, die Indonesische Rupie oder der Kolumbianische Peso erheblich nachgaben. Unsere Währungsstrategie meidet daher weiterhin Schwellenländerwährungen. Unter den Währungen der Industrieländer bevorzugen wir tendenziell den US-Dollar aufgrund der zunehmend divergenten Geldpolitik dies- und jenseits des Atlantiks.

Anleihen

750	26.26	12:17:32
900	31.84	12:18:08
1054	57.51	12:18:14
1618	16.49	12:18:06
692	18.84	12:17:55
553	54.00	12:17:32
128	7.14	12:17:28

Die Renditen von Staatsanleihen der Eurozone gaben sowohl in den Peripherieländern als auch in den Kernländern nach. Dies sind die Folgen des zunehmenden Deflationsdrucks, bezüglich dessen sich Mario Draghi zum wiederholten Male verpflichtet hat, alle ihm zu Gebote stehenden geldpolitischen Instrumente einzusetzen.

Es scheint auch, dass Anleger nicht mehr zwischen Risiken bei Peripherie- und Kernländern abwägen, sondern sich stattdessen auf die wirtschaftlichen Fundamentaldaten bezüglich Wachstum und Inflation in der Eurozone konzentrieren. In diesem Umfeld erwies sich unsere diversifizierte und ausgewogene Positionierung in Staatsanleihen der Eurozone als richtig und leistete einen positiven Beitrag zu unserer monatlichen Performance.

Aktien



Nach ihrer kräftigen Erholung im Oktober traten die Aktienmärkte auf der Stelle. Hinter dieser Entwicklung verbergen sich jedoch starke Unterschiede zwischen den Sektoren. Insbesondere Technologiewerte entwickeln sich nach wie vor gut, während der Bergbausektor weiterhin vom Niedergang der Rohstoffpreise in Mitleidenschaft gezogen wird. Unser geografisch ausgewogener Portfolioaufbau, der sich auf Werte konzentriert, deren voraussichtliche Ergebnisse kaum von makroökonomischen Bedingungen abhängen, erscheint uns immer noch den aktuellen Marktbedingungen angemessen. Wir haben unsere Titelauswahl im Technologiesektor verstärkt und eine Position im chinesischen Onlinehändler JD.com aufgebaut, die wir nach der Korrektur des Börsenkurses des Unternehmens im vergangenen August zu einem günstigen Preis erwerben konnten. Ferner haben wir unsere Absicherungen auf die großen weltweiten Indizes beibehalten, um das Exposure unserer weltweiten Fonds auf sehr niedrigen Niveaus zu halten. Die Performance des Aktienanteils stützt sich weiterhin auf Arbitragestrategien.

Rohstoffe



Der Carmignac Portfolio Commodities schloss den Monat leicht im Minus. Im weiterhin volatilen und unvorhersehbaren Umfeld der Rohstoffmärkte behielt der Fonds sein Exposure bei, das für einen spezialisierten Aktienfonds gering ist. Des Weiteren veräußerten wir mehrere Positionen (z.B. Syngenta, Potash, CF Industries) und konzentrierten das Portfolio stattdessen auf Werte, bei denen uns die Fundamentaldaten am solidesten und die Bewertungen am attraktivsten erschienen.

Dachfonds



Unsere Dachfonds schlossen den November unverändert, was vor allem auf unser zurückhaltendes Exposure im Monatsverlauf zurückzuführen ist. Während die Volatilität der Aktienmärkte im November wieder angestiegen war, stützt sich unser Portfolioaufbau weiterhin auf eine ausgewogene Allokation in mehreren Anlageklassen und Arbitragestrategien, um im aktuellen Marktumfeld ein zufriedenstellendes Risiko-Rendite-Profil zu erreichen.

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