

Carmignac views

// LEITARTIKEL

2012 – ein Jahr mit vielen Turbulenzen?

Wir sind darauf vorbereitet. Wird man sich von (allen) seit Langem bewährten Finanzanlagen verabschieden müssen? Wir glauben nicht, aber die Frage ist umso legitimer, als das Jahr 2011 für diverse Anlagekategorien enttäuschend ausfiel und ihre Performance keineswegs dem gesamtwirtschaftlichen Umfeld entsprach. Hierfür drei Beispiele: Wenn man mir im Januar 2011 gesagt hätte, dass die Eurozone die schwerwiegendste Krise ihrer Geschichte durchlaufen und das Weiterbestehen der Einheitswährung grundsätzlich in Frage gestellt werde, hätte ich damit gerechnet, dass der Euro gegenüber dem USD im Jahresverlauf 15% einbüßen würde, und nicht, wie dies tatsächlich der Fall war, nur gerade 3%. Wenn man mir im Januar 2011 gesagt hätte, dass die chinesische Wirtschaft um 9% wachsen, sich für Europa aber eine Rezession am Horizont abzeichnen werde, hätte ich mit einer deutlichen Outperformance der chinesischen Aktien gegenüber den europäischen Indizes gerechnet, und nicht mit dem Gegenteil, welches tatsächlich eingetreten ist. Und wenn man mir im Januar 2011 gesagt hätte, dass der Ölpreis um 14% und der Goldkurs um fast 9% zulegen werde, hätte ich eine positive Wertentwicklung für die Sektoren Öldienstleistungen und Goldbergbau prognostiziert, und nicht Kursverluste von 12% und 8,5%, wie sie effektiv für die Branchentitel resultierten.

Im Jahr 2011, das von zahlreichen – zu einem substantziellen Teil politischen – Unsicherheiten und neuen Entwicklungen geprägt war, reichte die richtige Interpretation der Konjunkturlage somit nicht aus. Das Risikomanagement hatte vor diesem Hintergrund oberste Priorität und vermochte die Verluste der Märkte abzufedern. Obschon uns unsere Vorsicht während technischer Markterholungen einige Basispunkte an Rendite kostete, sind wir überzeugt, dass sie auf längere Sicht ein stark positives Merkmal unserer Vermögensverwaltung ist.

Kündigt sich das neue Jahr unter besseren Vorzeichen an? Die Wirtschaftsperspektiven sind so unsicher wie zuvor. Die beiden dominierenden Themen – Schuldenreduktion in den Industrieländern und Entwicklung des Binnenkonsums in Schwellenländern – könnten indes für ein günstiges Marktumfeld sorgen, zumal die Verfassung des Rests der Welt außerhalb Europas gar nicht so schlecht



ist. Unsere Anlagenwerte verfügen damit über bedeutendes Wertschöpfungspotenzial. Allerdings sollte unseres Erachtens auch zu Beginn dieses neuen Jahres weiterhin das Risikomanagement im Vordergrund stehen, und zwar vor allem infolge der Lage in Europa.

Die Zukunft des Euro ist effektiv keineswegs gesichert. Seine Schöpfer sahen ihn als ersten Baustein für eine vollumfängliche wirtschaftliche und politische Union in Europa. Ihre Nachfolger,

entweder zu bequem oder zu selbstzufrieden, verschoben die erforderlichen strukturellen Reformen und verschanzten sich hinter dem illusorischen Schutz einer Währung, die ihnen Stabilität und niedrige Refinanzierungszinsen bringen sollte. Die Stunde der Abrechnung brach 2010 an. Doch die an zahlreichen „Gipfeln der letzten Chance“ beschlossenen Maßnahmen vermochten niemanden zu befriedigen oder zu beruhigen. Einzig die wirtschaftliche Entwicklung Deutschlands ist herausragend und verdient es, im europäischen Kontext lobend hervorgehoben zu werden. Wird Deutschland diese Dynamik aufrechterhalten können, zumal seine wichtigsten Handelspartner auf eine Rezession zusteuern und sich die Weltwirtschaft abkühlt? Sicher nicht auf absoluter Basis, aber aus relativer Sicht ist die Lage Deutschlands

aus relativer Sicht ist die Lage Deutschlands weiterhin beneidenswert. Deutschland ist das einzige EWU-Mitglied, das seine 10-jährigen Verbindlichkeiten zu Zinsen refinanzieren kann, die unter der Inflationsrate liegen.

Derweil muss Italien seine Gläubiger für 10-jährige Staatspapiere mit einem Zins von 7% entschädigen. Dies ist nicht nachhaltig. Das Mandat der Europäischen Zentralbank (EZB) muss ausgeweitet werden, sodass sie den angeschlagenen Ländern solide Unterstützung und damit mehr Zeit für Restrukturierungen bieten kann. Alles in allem müssen die Leitzinsen in der Eurozone 2012 unbedingt weiter fallen, und der Euro muss sich weiter abschwächen. Die in der Eurozone notwendigen strukturellen Reformen setzen in einem ersten Schritt eine Abwertung voraus, die wenigstens den schwächsten Ländern eine Wiederherstellung ihrer Konkurrenzfähigkeit ermöglichen würde.

In diesem Szenario würden die Staatsanleihen durch einen Käufer der ersten und letzten Instanz gestützt, während die Exportunternehmen von der Abschwächung des Euro und die weltweiten Anlagen von reduzierten Befürchtungen hinsichtlich eines systematischen Risikos, das auf die Weltwirtschaft übergreifen droht, profitieren würden.

Trotz einer hausgemachten politischen Krise und beginnenden Ansteckungseffekten der Krise in Europa erwies sich die US-Wirtschaft als äußerst widerstandsfähig. Die Wiederherstellung der Lieferkette in Japan hatte in den vergangenen Monaten eine spürbare Erholung der Wirtschaftsaktivität zur Folge. Derweil überraschte der Verbrauch der US-Privathaushalte seit dem Herbst positiv, obschon dies auf Kosten der Sparquote ging (die von 5% Ende Juni auf 3,5% Ende November fiel). Trotz einer Kontraktion des öffentlichen Sektors scheint die US-Konjunktur demnach noch eine gewisse Dynamik aufzuweisen. Die Treiber hinter diesem Aufschwung sind indes wenig gefestigt. Dagegen könnte sich der Rückgang der Renditen 30-jähriger US-Staatspapiere von 4,34% auf 2,90% in den vergangenen zwölf Monaten vorteilhaft auf den Immobiliensektor auswirken, der nach wie vor angeschlagen ist. Das Hauptrisiko für die US-Wirtschaft geht von der Politik aus. Der Präsidentschaftswahlkampf hat begonnen, und vor diesem Hintergrund sind sämtliche Hoffnungen auf Reformen illusorisch. Was künftige geldpolitische Unterstützungsmaßnahmen durch die US-Notenbank Fed anbelangt, so scheinen

diese zumindest für das erste Halbjahr ausgeschlossen.

Die Zinsen sollten folglich niedrig und die Inflationserwartungen gemäßigt bleiben. Dies bildet ein günstiges Umfeld für Aktien, deren Bewertung mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von rund 13 (2011E) attraktiv bleibt. Was stellt indes das Hauptrisiko dar? Eine Aufwertung des US-Dollar, welche die Unternehmen belasten würde. Wir erinnern daran, dass die Unternehmen im S&P 500 45% ihrer Umsätze außerhalb der Vereinigten Staaten erwirtschaften. In diesem Kontext bietet ein Exposure gegenüber dem US-Dollar eine Möglichkeit zur partiellen Absicherung dieses Risikos.

China und die Schwellenländer als Ganzes müssen ihre „weiche Landung“ geschickt anbahnen. Die Lage in den Industrieländern sollte dieses Unterfangen erleichtern. Das künftige Wachstum der Emerging Markets dürfte allerdings dennoch im Bereich von 6% liegen. Im vergangenen Herbst gab es zahlreiche Medienberichte, in denen ein Zerplatzen der chinesischen Immobilienblase und dessen Konsequenzen für das Finanzsystem des Landes diskutiert wurden.



Die Verlangsamung des Wirtschaftswachstums in China und die Schwierigkeiten, welche die Regierung mit der Korrektur der Exzesse infolge des im November 2008 lancierten kolossalen Konjunkturpakets hatte, sind eine Realität. Eine übertriebene Ausweitung der Kreditvergabe, eine manchmal zweifelhafte oder ungeeignete Kapitalallokation und inflationäre Spannungen, die länger als von uns erwartet anhielten und eine deutliche geldpolitische Straffung erforderlich machten, sind die Gründe für die enttäuschende Performance der Aktienmärkte in Shanghai und Hongkong.

Wir wollen diese Probleme nicht kleinreden, aber sie scheinen uns heute bewältigbar. **Wichtig scheint uns derzeit ein Aspekt, der aus europäischer Sicht vielleicht schwer vorstellbar ist – nämlich, dass China diese Probleme nicht**

mit vermehrten Sparmaßnahmen, sondern mit Wachstum lösen wird. Das Wachstum des nominalen Bruttoinlandsprodukts dürfte 2012 im Bereich von 14% liegen, und die Kreditvergabe dürfte mit 7,5 bis 8 Billionen Yuan ebenfalls sehr hoch ausfallen. Wir sprechen folglich von einer Wirtschaft, die auch in Zukunft kontinuierlich Wohlstand generieren wird, ohne dabei die Turbulenzen einer übermäßigen Gesamtverschuldung zu riskieren. Mit Blick auf den Immobiliensektor erinnern wir daran, dass dessen Konsolidierung von der Regierung orchestriert wurde. Nicht zu vergessen ist darüber hinaus, dass China noch viele Jahre mit einem Mangel an Wohnimmobilien konfrontiert sein wird. Die Regierung hat diesen aktuellen und künftigen Engpass logischerweise berücksichtigt und plant den Bau von 10 Millionen Wohnungen jährlich, wobei Sozialwohnungen bevorzugt und subventioniert werden sollen. Der Bausektor wird also nicht zum Erliegen kommen, und seine besten Akteure dürften sich gut aus der Affäre ziehen.

Die Neuausrichtung der Schwellenländer auf die Binnennachfrage, also auf den Verbrauch der Privathaushalte, wird andauern und sich beschleunigen. Darüber hinaus verfügen diese Länder in Bezug auf geldpolitische und fiskalische Unterstützungsmaßnahmen über beträchtlichen Spielraum. Letztlich sind auch die Abwertung der Emerging-Market-Währungen im zweiten Halbjahr und die Börsenbewertungen, die tiefer liegen als in den Industrieländern, zwei Faktoren, welche Investments sowohl an den Anleihen- als auch den Aktienmärkten dieser aufstrebenden Volkswirtschaften besonders attraktiv erscheinen lassen.

Somit dürfte 2012 ein bewegtes Jahr werden, in dessen Verlauf das Risikomanagement von Bedeutung bleiben wird. 2012 ist aber auch ein Jahr, in welchem wir für unsere Verwaltung von internationalen Aktien-, Anleihen- und diversifizierten Portfolios starke Performance-Treiber sehen, die wir mit Begeisterung und Leidenschaft zu nutzen gedenken. Bevor wir zur Tat schreiten, möchte ich Ihnen aber nur das Beste für 2012 wünschen.

Eric Le Coz

Redaktionsschluss 3. Januar 2012

Devisen : Die Vorteile eines schwächeren Euro

Es brauchte die dramatische Zuspitzung der griechischen Tragödie Ende Oktober und den kläglichen G20-Gipfel in Cannes, um den Euro gegenüber dem US-Dollar deutlich einbrechen zu lassen (-9% in zwei Monaten). Die Abwertung der Einheitswährung dürfte sich 2012 fortsetzen, während Europa in eine Rezession abrutschen und die Europäische Zentralbank die Leitzinsen in den Bereich von null senken wird. Diese Abwertung wird sich auf unsere Positionen in Exportunternehmen, denen unser für europäische Aktien zuständiges Team seine gesamte Aufmerksamkeit

schenkt, vorteilhaft auswirken. Sie wird zudem unseren internationalen Anleihen- und Aktienportfolios zugute kommen, weil diese von der Aufwertung der übrigen Währungen gegenüber dem Euro profitieren. Die Schwellenländerwährungen haben aufgrund der sich ausbreitenden Risikoabneigung unter der Rückführung internationalen Kapitals gelitten. Sie scheinen uns heute jedoch weltweit unterbewertet, vielleicht abgesehen von der indischen Rupie auf kurze Sicht.

Fixed Income : Anleihenverwaltung auf gutem Kurs

Die Flucht in sichere Werte und die Aussicht auf einen starken Konjunkturabschwung kamen den deutschen Staatsanleihen zugute. Die Renditen 10-jähriger Laufzeiten fielen im Dezember um weitere 45 Basispunkte und notierten am Jahresende bei 1,83%. Im selben Zeitraum gab die Rendite 10-jähriger US-Staatstitel um 19 Basispunkte auf 1,88% nach. Die erhöhte Duration unserer Anleihenportfolios leistete damit im vergangenen Monat einen positiven Beitrag zur Performance. Im Gegensatz dazu verharnte die Rendite 10-jähriger italienischer Verbindlichkeiten bei rund 7%. Italien gehört zu den Ländern der Eurozone, die 2012 die mitunter höchsten Refinanzierungsbedürfnisse aufweisen, insbesondere im ersten Quartal. Wer mag angesichts dieser exorbitanten Refinanzungssätze noch ernsthaft daran glauben, dass das Land seine Finanzen in den Griff

bekommen wird? Diese Zinsniveaus unterstreichen nur allzu deutlich, dass eine Stabilisierung der Situation in der Eurozone noch keineswegs Tatsache ist. Die Verwaltung unserer Anleihenportfolios erzielte ansprechende Resultate. Sie ließ große Vorsicht walten und diversifizierte ihre Anlagen in solide Unternehmen und Verbindlichkeiten fundamental gesunder Volkswirtschaften. Die Wertentwicklungen von 0,8%, 1,6% und 9,5% für **Carmignac Sécurité**, **Carmignac Cash Plus** und **Carmignac Global Bond** über ein Jahr sind vor diesem schwierigen Hintergrund zu begrüßen. Die laufenden Erträge unserer in Zinsinstrumente investierten Portfolios (sowie jene unserer diversifizierten Fonds **Carmignac Patrimoine** und **Carmignac Emerging Patrimoine**) sind heute besonders attraktiv. Damit ist die Basis für ihre künftige Performance gelegt.

Aktien : Management des Netto-Aktienexposure als Positivfaktor

Obschon unsere globale Verwaltung die makroökonomischen Daten ziemlich zutreffend interpretierte, gelang es ihr nicht, ihre Referenzindizes hinter sich zu lassen. Hauptgrund hierfür war die zu hohe Allokation in Emerging-Market-Aktien, welche zuerst aufgrund hartnäckiger Inflationstendenzen, dann aufgrund der Angst vor einem markanten Konjunkturabschwung brutal (und oft ungerechtfertigt) abgestraft wurden. Eine Nebenerscheinung dieser Übergewichtung von Aktien aus Schwellenländern war eine starke Untergewichtung von US-Titeln, die eine deutliche Outperformance gegenüber den bedeutenden internationalen Aktienindizes zeigten

(gemessen an der Rendite des S&P 500 in US-Dollar). In diesem weltweit ungünstigen Umfeld für diese Anlagekategorie erwies sich indes das Management des Netto-Exposure als große Stütze. Das beste Beispiel hierfür ist **Carmignac Euro-Patrimoine**, der mit einer „long-short“-ähnlichen Strategie und einem maximalen Aktienexposure von 50% über das gesamte Jahr lediglich 1,2% verlor. Über drei Jahre verzeichnete er indes einen Gewinn von 16% und erzielte damit eine zweimal bessere Performance als der Eurostoxx 50 Index (Dividenden reinvestiert).

Rohstoffe : Wachstum in China wird stark bleiben

Trotz einer klaren Erholung im letzten Quartal mussten unsere Rohstoffinvestments 2011 Verluste hinnehmen. Zufluchtswerte gab es in der Praxis keine, weil die OGAW-Regulierungsvorschriften eine direkte Indexierung an physische Rohstoffe verbieten. Im Jahresverlauf stieg der Preis für ein Barrel der Ölsorte Brent um 14% und jener für eine Unze Gold um 8,8% (beide in US-Dollar). Im selben Zeitraum brach der Index der Öldienstleistungsaktien um 11,8% und jener der Goldbergbautitel um 8,5% ein. Die Rohstoffpreise blieben angesichts einer kontinuierlich steigenden Nachfrage gut unterstützt, obwohl Letztere langsamer zunimmt

als am Zyklushöhepunkt. Zudem sorgten geopolitische Spannungen öfters für Sprünge der Rohstoffnotierungen. Indes werden China, Indien, Brasilien und Indonesien weiter wachsen und damit einen hohen Bedarf an Rohstoffen aufweisen. Wir glauben daher, dass die Titel der Gesellschaften in unseren globalen Portfolios, wie z.B. im **Carmignac Commodities**, über sehr substanzielles Aufholpotenzial verfügen, das sich materialisieren sollte, sobald die Risikoaversion infolge einer Lösung der Krise in Europa nachlässt.

Dachfonds : Asset Allocation

Ein schwieriges Jahr für die absolute und relative Performance unserer Dachfonds, die wie die globalen Fonds durch eine zu hohe Gewichtung der Schwellenländer belastet wurden. Das nehmen wir zur Kenntnis. Indes bleibt die Verwaltung des Netto-Aktienexposure ein Positivfaktor und ein Garant für die notwendige Flexibilität im kommenden Jahr. Wir haben bereits im

Editorial des vorliegenden Monatsbriefs erläutert, dass Emerging-Market-Titel innerhalb der Anlagekategorie Aktien unseres Erachtens über das höchste Potenzial zu verfügen scheinen. Unsere entsprechenden Positionen sollten es uns daher erlauben, unseren leichten Rückstand im laufenden Jahr rasch aufzuholen.

// FONDSPERFORMANCE

	NAV	2011	3 Jahre	5 Jahre
Carmignac Investissement A	8103,51	-9,95%	51,12%	24,36%
Carmignac Investissement E	123,54	-10,62%	46,39%	17,04%
<i>MSCI All Countries World Free (Eur)</i>		-6,39%	43,97%	-17,28%
Carmignac Grande Europe A	122,79	-14,47%	29,23%	-20,98%
Carmignac Grande Europe E	70,89	-15,12%	26,41%	-
<i>DJ Stoxx 600</i>		-11,34%	24,20%	-33,05%
Carmignac Euro-Entrepreneurs	163,02	-12,97%	46,69%	-18,56%
<i>DJ Stoxx 200 Small</i>		-17,52%	52,37%	-29,99%
Carmignac Emergents	644,36	-12,09%	98,03%	5,04%
<i>MSCI Emerging Markets Free (Eur)</i>		-17,75%	76,48%	2,00%
Carmignac Emerging Discovery	948,88	-19,12%	112,51%	-
<i>Index CARMIGNAC Emerging Discovery (Eur)</i>		-24,34%	94,54%	-
Carmignac Innovation	206,12	-8,53%	20,26%	-34,06%
<i>Index CARMIGNAC Innovation (Eur)</i>		3,27%	52,91%	1,70%
Carmignac Commodities	321,75	-21,12%	95,38%	15,09%
<i>Index CARMIGNAC Commodities (Eur)</i>		-13,26%	59,00%	7,26%
Carmignac Patrimoine A	5224,80	-0,76%	25,45%	36,22%
Carmignac Patrimoine E	133,95	-1,25%	23,10%	30,71%
<i>50% MSCI AC World Free (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>		1,76%	34,69%	16,46%
Carmignac Emerging Patrimoine A	98,10	-	-	-
Carmignac Emerging Patrimoine E	97,94	-	-	-
<i>50% MSCI EM Free (Eur) + 50% JPM GBI EM (Eur)</i>		-	-	-
Carmignac Euro-Patrimoine	276,77	-1,19%	16,06%	-4,20%
<i>50% DJ Euro Stoxx 50 + 50% Eonia kapitalisiert</i>		-8,08%	-0,82%	-16,52%
Carmignac Market Neutral	1023,35	-6,62%	-1,29%	2,33%
<i>Eonia kapitalisiert</i>		0,88%	2,07%	10,41%
Carmignac Profil Reactif 100	150,59	-11,76%	34,34%	-11,44%
<i>MSCI All Countries World Free (Eur)</i>		-6,39%	43,97%	-17,28%
Carmignac Profil Reactif 75	174,28	-8,66%	25,47%	-2,30%
<i>75% MSCI AC World Free (Eur) + 25% Citigroup WGBI (Eur)</i>		-2,31%	39,49%	0,32%
Carmignac Profil Reactif 50	154,54	-4,29%	19,83%	6,19%
<i>50% MSCI AC World Free (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>		1,76%	34,69%	16,46%
Carmignac Global Bond	1066,26	9,47%	1,86%	-
<i>JP Morgan GGB</i>		10,81%	25,48%	-
Carmignac Securite	1545,44	0,81%	13,59%	21,24%
<i>Euro MTS 1-3 Y</i>		0,54%	5,65%	16,93%
Carmignac Cash Plus	10536,29	1,62%	3,99%	-
<i>Eonia kapitalisiert</i>		0,88%	2,07%	-
Carmignac Court Terme	3738,15	0,95%	2,31%	10,36%
<i>Eonia kapitalisiert</i>		0,88%	2,07%	10,41%

Quelle: Morningstar zum 30/12/11.

Es wird darauf hingewiesen, dass die Wertentwicklung in der Vergangenheit kein zwingender Hinweis auf den künftigen Wertverlauf und über die Zeit nicht konstant ist.



CARMIGNAC GESTION
24, place Vendôme - 75001 Paris
Tel. : (+33) 01 42 86 53 35 - Fax : (+33) 01 42 86 52 10
www.carmignac.fr

CARMIGNAC GESTION LUXEMBOURG
The plaza - 65, boulevard Grande Duchesse Charlotte - L-1331 Luxembourg
Tel. : (+352) 46 70 60 1 - Fax : (+352) 46 70 60 30
www.carmignac.com

Carmignac Gestion, Aktiengesellschaft – Gesellschaft für Portfoliomanagement (Zulassungsnummer: GP 97008 vom 13.03.1997) – NAF – Code: 671c mit einem Kapital von 15.000.000 Euro, Handelsregister Paris B 349 501 676
Carmignac Gestion Luxembourg, Tochtergesellschaft der Carmignac Gestion SA, Aktiengesellschaft mit einem Grundkapital von 3.000.000 Euro – Handelsregister Luxemburg B 67549