



VON DIDIER SAINT-GEORGES

Mitglied des Investmentkomitees
Managing Director

Auf erste Anzeichen der von uns vor zwei Monaten vorhergesagten Situation brauchten wir nicht lange zu warten (siehe Carmignac's Note vom April „Eine zerbrechliche Welt“). Die Turbulenzen an den Anleihe-, Aktien- und Devisenmärkten in den vergangenen Wochen bewiesen, dass die Kapitalmärkte an Flexibilität verloren haben. Sie sind anfällig geworden für die kleinsten Abweichungen vom perfekten Szenario, bestehend aus beständiger geldpolitischer Unterstützung, ausreichendem Wachstum und einer stabilen Inflationsentwicklung. Das Ausmaß der Marktvolatilität wird in Zukunft

„Die Erwartung einer weiterhin sehr niedrigen Inflation entspringt einer gewissen Selbstgefälligkeit, zumindest in den USA.“

von den Erwartungen dieser drei Faktoren abhängen. Es ist also angebracht, das Bewusstsein des Marktes für diese drei Säulen der Zuversicht abzuwägen. Unserer Meinung nach tendieren die Investoren alles in allem zu einer durchaus selbstgefälligen Bequemlichkeit, da beispielsweise die Möglichkeit eines leichten Anziehens der Inflation in der zweiten Jahreshälfte von den Märkten am wenigsten erwartet wird.

Wie sieht es mit dem Konjunkturzyklus aus?

Unsere Diagnose hat weiter Bestand (siehe Carmignac's Note vom März „Variationen zum Thema Seltenheit“): Die Erholung der Weltwirtschaft bleibt weiterhin schwach, weil die Welt immer noch unter der Bremswirkung leidet, welche die große Krise von 2008 für das Wachstum hatte. Die zügellose Praxis des „Quantitative Easing“ hat eine Art Währungskrieg entfesselt, in dem die Eurozone heute der Protagonist und Hauptnutznießer ist, sogar noch vor Japan. Doch diese Geldschöpfung im großen Stil hat keine Beschleunigung des Weltwirtschaftswachstums möglich gemacht, da der Reihe nach jede Region die Quellen ihres eigenen Wachstums von der Wirtschaft ihrer Nachbarn abzapft. Die Art des Auswegs aus der Krise seit 2010 bleibt also gekennzeichnet von verhaltenen und regionalen Mini-Konjunkturzyklen, ohne dass das potenzielle mittelfristige Wachstum viel davon hätte. Seit mehreren Quartalen haben wir auf die Enttäuschungen hingewiesen, die von der wirtschaftlichen Vitalität der USA zu erwarten sind. Heute scheinen sie weitgehend eingetreten zu sein. Die Anleger konnten in den vergangenen Monaten eine Schwächung bei Indikatoren der US-Industrieproduktion und des Verbrauchervertrauens beobachten.

Die drei Säulen der Zuversicht

Man darf zu Recht hoffen, dass sie ihre Erwartungen entsprechend angepasst haben. In der Eurozone scheint sich an der im Mai negativen Börsenentwicklung des Automobil-, Energie- oder Grundstoffsektors gemessen, die Begeisterung der Anleger über die Erholung der euro-



© Thinkstock

päischen Wirtschaft vom Jahresbeginn ebenfalls gelegt zu haben. Das Szenario eines nach wie vor moderaten Wachstums, das aber stärker von der Binnen- nachfrage getragen wird, wäre eine gute Nachricht für die kommenden Monate. Die Befürchtungen der Anleger scheinen sich heute auf die Geschwindigkeit der Wachstumsverlangsamung Chinas zu fokussieren (und auf die Volatilität der heimischen Aktienmärkte!). Diese Bedenken sind nachvollziehbar. Sie unterschätzen hingegen die Tatsache, dass die chinesischen Behörden aus eigenen Stücken einen großen Teil dieser abrupt-



ten Abschwächung herbeigeführt haben. Das ist der unmittelbar nötige Preis dafür, dass sie die Wirtschaft des Landes auf einen Kurs nachhaltigen Wachstums steuern können. Heute verfolgt die Regierung das Ziel, die Wachstumsrate auf dem derzeitigen Niveau zu stabilisieren, was nicht ganz problemlos, aber durchaus machbar ist. Die wirtschaftliche Lage Brasiliens ist katastrophal, aber sie ist bekannt. Auf der anderen Seite geht die Erholung Indiens ihren Gang, allerdings etwas langsamer als geplant. Insgesamt bleibt die Diskrepanz zwischen den seit Jahresbeginn zuversichtlichen Finanzmärkten und der Perspektive eines mäßigen Wirtschaftswachstums weiterhin eine Quelle von Instabilität. Doch es scheint, dass sich zumindest der Scharfsinn der Anleger entwickelt hat, was das Risiko von Enttäuschungen zurückdrängt.

„Die Zentralbanken sind zum Erfolg verdammt, und die Anleger tragen das Risiko, sollten diese scheitern.“

Wie sieht es mit der Liquidität aus?

Die geldpolitische Unterstützung war zweifellos ein bedeutender Grund für die spektakuläre Entwicklung der Finanzmärkte seit drei Jahren. Eine unerwartete Drosselung der Dosis dieser Infusion würde auf den Märkten, die ein extremes Niveau der Gewöhnung erreicht haben, heftige Entzugerscheinungen auslösen. Dieses Risiko ist im Grunde das einer falschen Geldpolitik. Doch man erkennt in Europa wie auch in den USA, in Japan und China, dass sich die Zentralbanken dieser Verantwortung sehr bewusst sind. Das Engagement der Europäischen Zentralbank und der Bank of Japan scheint unbeirrbar zu sein. Zudem ist die Zurückhaltung der Fed spürbar, die sehr genau auf die Wahrnehmung ihrer Absichten am Markt achtet. Die chinesische Zentralbank steht heute hingegen erst am Rande eines starken geldpolitischen Unterstützungsprogramms, welches zur Stabilisierung der Wirtschaft des Landes erforderlich ist. Die Märkte werden also noch lange Zeit mit Liquidität überflutet

sein. Einen falschen Ton hat diese sanfte Melodie jedoch: Die Anleihemärkte haben sich bereits großzügig an diesem Füllhorn gelabt. Sie sind somit berauscht und daher verletzlich. So konnten die durchschnittlichen Zinsen der G7-Länder, sogar ohne dass es eines externen Impulses bedurfte, in zwei Wochen um 0,5% steigen (und die Zinsen 10-jähriger Bundesanleihen kletterten in weniger als einem Monat von 0,08% auf 0,73%) – und das trotz der Unterstützung durch die Zentralbanken.

Wie sieht es mit der Inflation aus?

Das Anhalten einer weltweit sehr niedrigen, wenn nicht sogar zu niedrigen Inflation ist heute wahrscheinlich der Ausblick, über den der größte Konsens besteht. Schließlich war die Gefahr einer Deflation noch vor sechs Monaten sehr akut, und wie wir gesehen haben, ist das weltweite Wachstum noch recht weit von einer Überhitzung entfernt. Doch in diesem Punkt herrscht vielleicht eine gewisse Selbstgefälligkeit, zumindest in den USA. Denn drei Phänomene könnten zu einem baldigen Anstieg der Inflationserwartungen führen: Zunächst wird der Ölpreis durch einen einfachen Basiseffekt mit seiner Stabilisierung einen Kontrapunkt setzen, nachdem er mit seinem Fall im zweiten Halbjahr 2014 den Rückgang der Inflation beschleunigt hatte. Dann beginnt die Verbesserung auf dem amerikanischen Arbeitsmarkt erste Wirkungen auf die Löhne zu zeigen. Diese sind im ersten Quartal dieses Jahres so stark

gestiegen wie seit 2009 nicht mehr. Und schließlich ist die Zahl der zur Vermietung angebotenen Wohnungen in den USA stark zurückgegangen, was traditionell ein zuverlässiges Anzeichen für einen bevorstehenden Anstieg der Mietpreise ist, die wiederum einen bedeutenden Anteil des Preisindex ausmachen. Diese Aussicht auf ein Wachstum, das immer noch unter seinem Potenzial liegt, aber von einem gewissen Wiederaufkeimen der Inflation begleitet ist, könnte es für die Fed noch komplizierter machen, ihre Geldpolitik auf sanfte Weise zu normalisieren. Zugleich ist das ein Risiko, das es auf den Zinsmärkten aktiv unter Kontrolle zu halten gilt.

Die Verzerrungen, die den Marktpreisen durch das beispiellose Einschreiten der großen Zentralbanken auferlegt wurden, werden von den wirtschaftlichen Realitäten Tests unterzogen. Der Test einer immer noch schwachen Wirtschaft läuft bereits, und die Anleger haben offensichtlich begonnen, ihren Optimismus zu zügeln. Ein weiterer Test könnte das baldige Anziehen der Inflation sein. Allerdings wird dieser von den Märkten in keiner Weise berücksichtigt. In beiden Fällen gibt es bei der Umsetzung der bereits sehr kühnen Geldpolitiken nur eine geringe Fehlertoleranz. Die Zentralbanken sind zum Erfolg verdammt, und die Anleger tragen das Risiko, sollten diese scheitern.

Letzte Überarbeitung am 1. Juni 2015

Inflationserwartung in den USA



Quelle : Bloomberg, 30.04.2015 – Inflationsswap, 5 Jahre, in 5 Jahren in den USA

ANLAGESTRATEGIE



DEVISEN

Nachdem sich der Euro im April gegenüber dem Dollar wieder etwas erholt hatte, zeigte er im Mai erneut Schwäche. Die im ersten Quartal eingeleitete Umschichtung unserer Währungsallokation hat uns ermöglicht, diese Entwicklungen gut zu überstehen. Unsere aktive Verwaltung des Währungsexposures ist ein entscheidendes Element unseres Portfolioaufbaus, da die von der EZB betriebene Politik der Reflation so sehr von der Entwicklung des Euros abhängt. Wir meiden weiterhin die meisten Schwellenländerwährungen, die immer noch anfällig für eine Normalisierung der amerikanischen Geldpolitik sind.



ANLEIHEN

Die Renditen europäischer Staatsanleihen sind in den vergangenen Monaten deutlich gestiegen und verdeutlichen damit die Instabilität eines Marktes, der von der Zentralbank angeführt und daher von einem ausgeprägten Herdentrieb beherrscht wird. Wir haben diese Entwicklung aufgefangen, indem wir auf unsere Positionen in Staatspapieren der Peripherieländer weiter selektiv Gewinne mitnahmen und unsere Verkaufspositionen auf deutsche und amerikanische Anleihen aufstockten. In einem makroökonomischen Umfeld, in dem die Ungewissheit, die wir im Hinblick auf die Inflation erkannt haben (siehe Leitartikel), die Ungewissheit über das Wachstum überflügelt, wird die flexible Verwaltung unserer Anleihen von entscheidender Bedeutung sein. Wir nehmen daher in unsere Strategie die Funktion der Reaktion der US-Notenbank auf, indem wir auf eine Abflachung der amerikanischen Zinskurve setzen. Wir behalten unsere Positionen in Unternehmensanleihen (vorwiegend aus dem europäischen Finanzsektor).



AKTIEN

Nach einer guten Performance im April entwickelten sich die Aktienmärkte im Mai eher durchwachsen. So vollzog sich auf den Schwellenländermärkten im vergangenen Monat eine markante Korrektur, insbesondere in Brasilien und Russland. Indien ist das einzige große Schwellenland, das im Mai einen soliden Anstieg verzeichnete. Unter den Industrieländern verbuchten Japan und Europa aufgrund der Schwächung ihrer jeweiligen Währungen gute Zuwächse. Den Positionen, die wir kürzlich in Dassault Aviation und Rolls-Royce eröffnet haben, kommt somit die Schwäche des Euros zugute. Dassault Aviation profitiert von dem jüngsten Erfolg beim Export des Kampfflugzeugs Rafale, während für den Bereich Business-Jets ein Anziehen der Wirtschaft und eine Verbesserung des Produkt-Mix von Vorteil sein dürften. Rolls-Royce kommt wiederum die zunehmende Bedeutung des Airbus A350 zugute, für den das Unternehmen praktisch der einzige Triebwerkshersteller ist. Diese Positionen haben unsere Qualitätswerte gestärkt, die ein erkennbares Gewinnwachstum aufweisen.



ROHSTOFFE

Der Carmignac Portfolio Commodities hielt sich stabil in den vergangenen beiden Monaten. Wir haben den Fonds weiter in vielversprechenden Segmenten diversifiziert, wozu insbesondere die Solarenergie gehört. So haben wir Positionen im Anbieter von Photovoltaiklösungen Scatec Solar Asa und in den Herstellern von Bauteilen für die Solarindustrie SunEdison Semico und Wacker Chemie aufgenommen.



DACHFONDS

Unsere Dachfonds haben sich in den vergangenen beiden Monaten sehr gut entwickelt. Unser hohes Aktienexposure zahlte sich aus. Zum Monatsende lag unser Aktienexposure weiter dicht an seinem zulässigen Höchstwert.

FONDS PERFORMANCE

	NAV	2015	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre
Carmignac Investissement A EUR acc	1 291,48	16,02%	30,29%	51,76%	52,95%
MSCI AC World NR (Eur)	-	16,04%	30,79%	72,93%	84,50%
Carmignac Portfolio Grande Europe A EUR acc	199,63	15,14%	16,94%	51,83%	56,27%
Stoxx 600 NR (Eur)	-	18,73%	19,23%	79,36%	75,52%
Carmignac Euro-Entrepreneurs A EUR acc	333,25	26,67%	23,61%	89,14%	110,46%
Stoxx 200 Small NR (Eur)	-	20,76%	19,08%	87,35%	91,42%
Carmignac Emergents A EUR acc	881,29	17,51%	19,90%	27,32%	43,00%
MSCI Emerging Markets NR (Eur)	-	16,66%	24,45%	32,22%	28,36%
Carmignac Portfolio Emerging Discovery A EUR acc	1 384,35	13,82%	19,31%	33,76%	41,54%
50% MSCI EM SmallCaps NR (Eur) + 50% MSCI EM MidCaps NR (Eur)	-	21,84%	29,41%	41,76%	35,94%
Carmignac Portfolio Commodities A EUR acc	305,65	6,59%	7,26%	4,46%	-2,73%
Carmignac Commodities Index*	-	11,08%	4,16%	13,15%	7,25%
Carmignac Patrimoine A EUR acc	684,39	10,29%	18,93%	22,68%	29,13%
50% MSCI AC World NR (Eur) + 50% Citigroup WGBl (Eur)	-	11,08%	22,43%	36,10%	50,91%
Carmignac Portfolio Emerging Patrimoine A EUR acc	112,66	10,39%	11,42%	5,83%	-
50% MSCI EM NR (Eur) + 50% JP Morgan GBI EM Global diversified	-	11,41%	15,85%	19,32%	-
Carmignac Euro-Patrimoine A EUR acc	335,07	7,54%	5,85%	11,95%	29,96%
50% EuroStoxx 50 NR (Eur) + 50% Eonia kapitalisiert	-	7,82%	6,63%	36,18%	24,04%
Carmignac Profil Réactif 100 A EUR acc	224,55	17,84%	27,57%	34,38%	44,36%
MSCI AC World NR (Eur)	-	16,04%	30,79%	72,93%	84,50%
Carmignac Profil Réactif 75 A EUR acc	239,84	13,74%	22,02%	25,01%	34,48%
75% MSCI AC World NR (Eur) + 25% Citigroup WGBl (Eur)	-	13,55%	26,56%	53,75%	67,37%
Carmignac Profil Réactif 50 A EUR acc	191,27	9,62%	15,76%	13,83%	23,47%
50% MSCI AC World NR (Eur) + 50% Citigroup WGBl (Eur)	-	11,08%	22,43%	36,10%	50,91%
Carmignac Portfolio Global Bond A EUR acc	1 326,36	7,13%	15,24%	13,13%	32,56%
JP Morgan Global Government Bond (Eur)	-	6,93%	16,36%	5,81%	22,57%
Carmignac Sécurité A EUR acc	1 717,42	1,25%	1,31%	8,11%	13,56%
Euro MTS 1-3 Jahre	-	0,53%	1,33%	7,85%	8,91%
Carmignac Portfolio Capital Plus A EUR acc	1 187,80	2,06%	2,52%	10,26%	16,14%
Eonia kapitalisiert	-	-0,02%	-0,01%	0,25%	1,59%
Carmignac Court Terme A EUR acc	3 768,07	0,01%	0,10%	0,50%	2,04%
Eonia kapitalisiert	-	-0,02%	-0,01%	0,25%	1,59%

* 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 29/05/2015.

Wertentwicklungen der Vergangenheit lassen keine Rückschlüsse auf zukünftige Wertverläufe zu. Die Kosten sind in den Wertentwicklungen enthalten. Dieses Dokument darf ohne vorherige Genehmigung der Verwaltungsgesellschaft weder ganz noch teilweise reproduziert, verbreitet oder weitergegeben 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. Sie dürfen insbesondere weder direkt noch indirekt einer „US-Person“ wie in der US-amerikanischen „S Regulation“ und/oder im FATCA definiert bzw. für Rechnung einer solchen US-Person angeboten oder verkauft werden.

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.de/www.carmignac.at zur Verfügung und sind auf Anforderung bei der Verwaltungsgesellschaft bzw. in Österreich bei der Ersten Bank der österreichischen Sparkassen AG OE 01980533/ Produktmanagement Wertpapiere, Petersplatz 7, 1010 Wien, erhältlich. Die Wesentlichen Anlegerinformationen / die Kundeninformationsdokumente sind dem Zeichner vor der Zeichnung auszuhandigen.

CARMIGNAC GESTION

24, place Vendôme – 75001 Paris
Tél : (+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
Tél : (+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