

Konjunkturausblick und Anlagestrategie für das vierte Quartal 2011

I - Konjunkturausblick

► Die Verschlimmerung der Krise in Europa macht die Förderung des Wachstums notwendig

Die Lage in Europa ist besonders besorgniserregend. In den Industriestaaten, die immer weniger in der Lage sind, Wirtschaftswachstum zu generieren, lösen die Angriffe der Märkte auf die am höchsten verschuldeten Länder lediglich strenge Sparmaßnahmen aus, welche die rezessiven Tendenzen noch verstärken. Nun ist jedoch jede Behandlung der griechischen Frage und jeglicher Kampf gegen die Ansteckung anderer Mitgliedsstaaten vergebens, wenn nicht gleichzeitig umfassende Maßnahmen zur kurzfristigen Wachstumsförderung ergriffen werden.

Ohne Wachstum ist eine Verringerung des Haushaltsdefizits und der öffentlichen Verschuldung nicht zu erreichen. Europa ist im Begriff, den japanischen Weg gegen die Überschuldung einzuschlagen. Dieser Weg ist Selbstmord: Europas Exporte reichen nicht aus, um die negativen Auswirkungen der Sparpolitik auf die Binnennachfrage auszugleichen, und die ungedulden ausländischen Gläubiger sind in keiner Weise geneigt, sich Zeit zu lassen. Zudem wird die Anfälligkeit der europäischen Banken, die aus strukturellen Gründen einer Verschlechterung ihrer Refinanzierungsbedingungen ausgesetzt sind (bei einem Kredit-Einlagen-Verhältnis von 165% gegenüber 81% in den USA), sie dazu veranlassen, von den privaten Haushalten und den Unternehmen ebenfalls die Rückzahlung ihrer Schulden zu verlangen. Wenn man sich bewusst macht, dass der Anteil der Bankkredite am BIP in der Eurozone 164% gegenüber 62% in den USA beträgt, wird deutlich, wie hoch das Risiko ist, das diese beschleunigte Verminderung der Hebelwirkung mit sich bringt, und dass eine Zwangsrekaptalisierung der Banken allenfalls einen Bremseffekt haben kann.

► Die EZB muss eine Nullzinspolitik zur Abschwächung des Euro betreiben.

Angesichts der Schwierigkeiten, die der europäische Politikapparat hat, eine glaubwürdige und schnelle Lösung für die Probleme der Randstaaten zu finden, müsste die Zentralbank die Initiative ergreifen, und zwar schnell und gründlich. Sie sollte gleichzeitig eine starke Abwertung des Euro und der Refinanzierungskosten der geschwächten Staaten bewerkstelligen. Dies geschieht durch Leitzinsen von nahezu null und Aufkaufen von Staatsanleihen der gefährdeten Länder, die nicht durch Neuemissionen kompensiert werden (unsterilisierte Interventionen). Die daraus resultierende Schwächung des Euro würde darüber hinaus durch höhere Wettbewerbsfähigkeit im Exportgeschäft und massenhaft injizierte Liquidität dem deflationistischen Druck entgegenwirken oder sogar etwas Inflation hervorrufen, was die Schuldenlast im gleichen Maße vermindern würde. Diese Initiative der EZB ist eine absolute Notwendigkeit, aber Deutschland widersetzt sich dem, obgleich die Wachstumsprognose für 2012 dort zwischen August und September von 1,9% auf 1,2% eingebrochen ist.

► Die USA verfügen über mehr haushaltspolitischen Spielraum, aber der politische Kontext dürfte Unterstützungsmaßnahmen kaum begünstigen.

Die amerikanische Wirtschaft hat noch nicht mit der Ungeduld ihrer Gläubiger zu kämpfen, wie die rückläufigen Renditen der Staatsanleihen im Zusammenhang mit der Herabstufung des Ratings für amerikanische Staatsanleihen durch die Agentur Standard and Poor's zeigt. Zudem erscheint die amerikanische Notenbank entschlossener als die EZB, alles zu tun, um die deflationistischen Auswirkungen der verminderten Hebelwirkung auszugleichen. Der Wahlkalender scheint jedoch nicht zuzulassen, dass die öffentliche Hand starke Maßnahmen zur Stützung der

Wirtschaftsaktivität ergreift. Bereits die Nichtverlängerung der unter der Bush-Regierung beschlossenen Steuersenkungen, die aufgrund der dogmatischen Einstellung der Politiker denkbar wäre, würde jedoch unter sonst gleichen Bedingungen einen negativen Beitrag zum Wachstum von 1,3% in 2012 leisten, der im Wesentlichen auf den induzierten schwachen privaten Verbrauch zurückzuführen wäre. Der Konsens zur Wachstumsprognose für 2012 ist daher zwischen Januar und September von 3,3% auf 2,1% gesunken, was unseres Erachtens noch bei weitem zu optimistisch ist.

► Das Problem der Inflation in den Schwellenländern verliert an Schärfe, wie aus den ersten Zinssenkungen hervorgeht.

In den Schwellenländern herrscht weiterhin Inflationsdruck, was zum Teil auf die mit Verzögerung eintretenden Folgen des Anstiegs der Rohstoffpreise zurückzuführen ist und zum Teil auf strukturelle Faktoren wie die Erhöhung der Löhne und Gehälter, die gefordert und sogar organisiert wurde. Daher betrug die Inflation in China ohne Nahrungsmittel in den letzten zwölf Monaten zwischen 1,4% und 3%. Sobald die Rohstoffpreise für Industrie und Landwirtschaft wieder sinken, geht auch der Inflationsdruck wieder zurück, was andere neue Industrieländer bereits vorwegzunehmen scheinen, wie die „überraschenden“ Zinssenkungen in Brasilien, der Türkei, Russland und Israel zeigen.

► Die Schwellenländer verfügen über umfangreichen finanziellen Spielraum, mit dem sie der Ansteckungsgefahr begegnen können.

Aufgrund unserer Analyse sind wir der Meinung, dass die erheblichen Reserven, die die Export-Schwellenländer angesammelt haben, ihnen die von vielen Beobachtern befürchtete Ansteckung ersparen werden. So sind der starke Wertverlust der Währungen bestimmter neuer Industrieländer gegenüber dem Dollar sowie die Baisse ihrer ausländischen und lokalen Schuldtitel unseres Erachtens kein Anzeichen für strukturelle Finanzierungsprobleme bei den wichtigsten Akteuren des Schwellenländeruniversums. Zwischen der Situation, die am Vorabend der asiatischen Krise Ende der 90iger Jahre herrschte, und der aktuellen Lage hat sich der Status der Schwellenländer geändert, und sie sind vom Schuldner des Rests der Welt zum Finanzierer in der Not avanciert. Diese strukturelle Änderung des Kräfteverhältnisses zwischen zwei Welten darf uns jedoch nicht zu übertriebenem Entgegenkommen verleiten. Im Gegensatz zu 2008, als der chinesische Konjunkturbelebungsplan eine weltweite Rezession verhindert hat, hält es China bisher nicht für notwendig, seine restriktive Geldpolitik umzukehren oder Konjunkturprogramme zu beschließen. Und dies erstens, weil seine Inflationsrate mit 6,2% weiterhin hoch ist, und zweitens, weil seine Wirtschaft noch nahezu ausgelastet ist.

► Die Neubewertung des Yuan dient den Schwellenländern als Katalysator.

Die Märkte der Schwellenländer werden sich ohne einen starken Katalysator nicht vollständig von den Problemen der Industriestaaten lösen können. Unserer Ansicht nach wird die Umkehrung der chinesischen Geldpolitik diesen Katalysator liefern. Wenn China beschließt, die Wirtschaftsaktivität zu fördern (Senkung der gesetzlichen Rücklagenquote der Banken), werden Umfang und Diversität des Spielraums, über den sie verfügt, zu einem kräftigen Wiederaufschwung führen, den die Aktienmärkte, deren Bewertungen sich den Tiefstständen von 2008 nähern, in großem Stil begleiten werden, denn diese historischen Tiefststände werden immer motivierender für die Anleger. Zu diesem Wiederaufschwung dürfte eine Aufwertung des Yuan hinzukommen, die zur Reflation der Weltwirtschaft beitragen dürfte.

II - Anlagestrategie

I – Internationale Aktien

► Wir bleiben bei unserer defensiven Haltung.

Aufgrund unserer Einschätzung des wirtschaftlichen Umfelds behalten wir unsere defensive Positionierung bei. Die unvollständigen Antworten der europäischen Institutionen auf die Schuldenkrise zusammen mit der politischen Blockade in den USA und dem Willen der Chinesen, ihre restriktive Geldpolitik weiterhin auf das Kreditgeschäft und die Inflation drücken zu lassen, machen eine weitere Verlangsamung der Wirtschaftstätigkeit in den Industrieländern wahrscheinlich, die sich in einer erneuten Baisse-Phase der Märkte ausdrücken dürfte. Wir starten daher mit einem niedrigen Aktien-Exposure in das neue Quartal. Wir beabsichtigen jedoch aus taktischen Gründen, das Exposure unseres Portfolios wieder zu erhöhen, um von den Stimmungsaufhellungen zu profitieren, zu denen es infolge der Vorwegnahme der gemeinsamen Initiativen der EU und des IWF Anfang November kommen wird. Dennoch wird das Fondsmanagement bei seiner „defensiven“ Haltung bleiben und insbesondere das Exposure gegenüber dem Euro niedrig halten, solange die angekündigten Maßnahmen nicht zum Ziel haben, kurzfristig das Wachstum anzukurbeln.

► Das Thema „Verbesserung des Lebensstandards in den Schwellenländern“ beherrscht weiterhin unsere Allokation.

Das Thema „Verbesserung des Lebensstandards in den Schwellenländern“ beherrscht zwar weiterhin in hohem Maße das Portfolio, aber seine Gewichtung sank von 38,6% auf 34,0% des Portfolios von Carmignac Investissement – vor allem aufgrund des relativen Kursrückgangs bei den Aktien der Schwellenländer. Dieser Effekt wurde durch die Baisse bestimmter Währungen gegen Ende des Berichtszeitraums noch verstärkt. Die Zwangsauflösung bestimmter globaler Fonds hat gegen Ende eines katastrophalen Börsenquartals auf die Kurse gedrückt. Der einzige Neuzugang zum Portfolio bezieht sich auf die Firma Sun Art Retail, ein vielversprechendes Joint-Venture von Auchan mit einem Einzelhandelsriesen in China. Was die Veräußerungen betrifft, wurde die Position Haci Omer Sabanci (Türkei) vollständig realisiert und unsere Position in LVMH vermindert.

► Wir behalten unsere Goldminenkomponente bei.

Das zweitwichtigste Thema sind nunmehr die Goldminen, deren Gewichtung von 11,2% auf 14,4% des Portfolios von Carmignac Investissement stieg, und zwar aufgrund einer relativ deutlichen Hausse auf diesem Sektor, wodurch in diesem Quartal eine positive absolute Performance erzielt werden konnte. Dieses Thema wurde zudem um eine neue kanadische Gesellschaft erweitert: Detour Gold. Wir haben die letzte Gelegenheit vor dem Beginn der Erschließung eines besonders attraktiven Vorkommens wahrgenommen, uns an dieser Gesellschaft zu beteiligen. Ferner haben wir unsere Position in Randgold erhöht.

► Wir haben unser Exposure in den Sektoren Rohstoffe und Innovation vermindert.

Das Anlagethema Energie wurde aufgrund unserer Befürchtungen hinsichtlich des Weltwirtschaftswachstums von 15,5% des Portfolios von Carmignac Investissement auf 12,2% herabgesetzt. Die Positionen in National Oilwell und Galp Energie wurden aufgelöst, die Position Schlumberger reduziert. Der Komplex Rohstoffe stellt unter Berücksichtigung unserer Positionen in Grundstoffen zurzeit 14,8% des Portfolios dar. Das Thema Innovation sank von 11,6% auf 10,7%

des Portfolios, und dies trotz der Erhöhung unserer Position in Apple – ein Unternehmen, das uns immer wieder überrascht und in der Lage zu sein scheint, seinen Erfolg fortzusetzen, obwohl der Unternehmensgründer verstorben ist. Die Position in Mediatek wurde wegen mangelnder Transparenz bei verstärktem Wettbewerb abgestoßen. Das Übernahmeangebot von Hewlett Packard an Autonomy mit einer Prämie von 80% ist zu unserer vollsten Zufriedenheit verlaufen. Das Thema defensive Werte hat hinsichtlich seiner Gewichtung einen Punkt zugelegt und beträgt nunmehr 13,3% der Allokation des Fonds.

► Der Posten liquide Mittel wurde erhöht.

Der deutliche Anstieg des Postens liquide Mittel auf 11,7% des Portfolios (6,2% vor drei Monaten) zeigt, dass wir bei unserer misstrauischen Haltung gegenüber den Aktienmärkten bleiben. Zusammen mit Gold und den defensiven Werten des Portfolios tragen die liquiden Mittel zu einem Defensivposten bei, der 40% des Portfolios ausmacht, während 60% des Fonds Wachstumsthemen vorbehalten ist.

II – Performancemotoren im Anleihensegment

► Die Flexibilität unserer Vermögensallokation ist im aktuellen Umfeld besonders relevant.

Angesichts der weltweiten Rezessionsgefahr bleiben wir mehr denn je bei unserer flexiblen Allokation und unseren verschiedenen Performancemotoren. Aufgrund der geringen Vorhersehbarkeit an diesem Quartalsende, sowohl was den Umfang der Verlangsamung der amerikanischen Wirtschaftsaktivität als auch was den Rettungsplan des Euro angeht, ist das Portfolio von Carmignac Patrimoine so strukturiert, dass wir dem Risiko der Verschlimmerung dieser rezessiven Spannungen begegnen können. Selbstverständlich würde mehr Klarheit in Bezug auf diese beiden erheblichen Unwägbarkeiten uns zu taktischen Veränderungen bewegen.

► Angesichts des Konjunkturabschwungs stellen deutsche und amerikanische Staatsanleihen Fluchtwerte dar.

Infolge des Fehlens von starken und sofort umsetzbaren Entscheidungen in Europa wird sich der Rezessions- und Deflationsdruck auf kurze Sicht fortsetzen, was den führenden Staatsanleihenmärkten (USA, Deutschland) zwangsläufig den Charakter von Fluchtwerten verleiht. Der Posten Staatsanleihen von Industrieländern wurde von 3,65% auf 10,4% des Portfolios von Carmignac Patrimoine aufgestockt. Wir haben die Gewichtung dieses Postens bis Mitte Juli durch eine Erhöhung unserer Allokation in deutschen Staatsanleihen verstärkt. Die europäische Krise hat uns in der Tat veranlasst, in Fluchtwerte zu investieren. Die geplanten Heilmittel für die europäische Krise verstärken jedoch das Risiko einer erhöhten Einbeziehung Deutschlands, da die EZB sich weigert, die Staatsanleihen der gefährdeten Staaten aufzukaufen. Seit Mitte Juli fokussiert unser Exposure die USA. Die Fed hat neue unkonventionelle Maßnahmen ergriffen und sich zur Beibehaltung der Leitzinsen bei einem Satz von 0% bis 2013 verpflichtet. Zudem hat sie ein Programm zur Verlängerung der mittleren Laufzeit dieser Verpflichtungen in US-Staatsanleihen eingeführt.

► Der Posten Staatsanleihen von Schwellenländern wurde vermindert.

Der Anteil der Schwellenländeranleihen wurde von 4,3% auf 2,5% verringert (1,7% davon sind in Lokalwährungsanleihen angelegt). Die Positionierung der Anleger ist nach wie vor der wichtigste technische Faktor, der auf die kurzfristigen Zukunftsperspektiven drückt. Wir werden mit Sicherheit unser Exposure bei dieser Anlageklasse erhöhen, falls sich die Annahme einer schweren Rezession in den USA oder eines bedeutenden systemischen Risikos als unbegründet herausstellen sollte. Der jüngste

Kursrückgang der Währungen und Anleihen der Schwellenländer wird schon bald eine Anlagechance darstellen, denn die Befürchtungen hinsichtlich einer Ansteckung mit den Problemen der Industrieländer erscheinen uns stark übertrieben, selbst wenn das Warten auf die Durchführung von wachstumsfördernden politischen Maßnahmen im Schwellenländeruniversum gegenwärtig Besorgnis in Bezug auf diese Länder hervorrufen kann.

► Die Komponente Unternehmensanleihen spielt weiterhin eine zentrale Rolle und verfügt über großes Wertsteigerungspotenzial.

Die Allokation in Unternehmensanleihen wurde gesenkt (von 32% auf 26,3% des Portfolios von Carmignac Patrimoine), und zwar durch den Verkauf von Anleihen, die uns bei einem Wirtschaftsabschwung verwundbarer zu sein schienen. Ende September dürfte die Portfoliokomponente Unternehmensanleihen selbst in einer Phase der Verlangsamung der Wirtschaftstätigkeit einen beträchtlichen Performancemotor darstellen, der bei einer mittleren Laufzeit von 5,6 Jahren eine mittlere Rendite von 6,41% bietet (gegenüber 1,32% bei deutschen Staatsanleihen gleicher Laufzeit). Ein derartiger Unterschied bei der Verzinsung – beinahe so hoch wie auf dem Höhepunkt der Krise von 2008 – ist unseres Erachtens nicht gerechtfertigt, wenn man die hohe Bonität der im Portfolio gehaltenen Anleihen berücksichtigt. Diese Erhöhung der Margen bei Unternehmensanleihen, die vor allem durch den Rückzug der Banken auf dem Sekundärmarkt hervorgerufen wurde, während manche Fondsmanager Präventivverkäufe vornahmen, ist unseres Erachtens eine wirkliche Anlagechance.

► Unser Misstrauen gegenüber dem Management der europäischen Krise hat uns zu einer Verringerung unseres Exposure in Euro veranlasst, wohingegen wir unsere liquiden Mittel erhöht haben.

Der Euro dürfte schwächeln, da diese Schwäche für ihn überlebensnotwendig wird. Unser Misstrauen gegenüber dem Management der europäischen Krise hat uns veranlasst, unser Exposure in die Einheitswährung zu verringern, wobei wir unsere auf die europäische Währung lautenden Vermögenswerte durch den Kauf von Terminkontrakten in Dollar und Yen abgesichert haben. Der größte Teil unserer verfügbaren Gelder, die sich im Quartalsverlauf von 17% auf 23% des Fondsvermögens erhöhten, wurde ebenfalls in amerikanischen und japanischen Staatsanleihen angelegt, wodurch wir im dritten Quartal vom Kursanstieg dieser beiden Währungen gegenüber dem Euro profitieren konnten (7% bzw. 1%).

Erstellt am Montag, den 31. Oktober 2011

Ansprechpartner für die Presse:

CARMIGNAC GESTION

Marie VANBREMEERSCH

Tel.: +33 1 70 92 33 85

mvanbremeersch@carmignac.com

STOCKHEIM MEDIA

Alexandra ZAHN

Tel.: +49 69 13 38 96 12

az@stockheim-media.com

Über Carmignac Gestion

Carmignac Gestion wurde 1989 von Edouard Carmignac gegründet und gehört heute zu den führenden europäischen Akteuren im Investmentmanagement. Das Kapital der Gesellschaft wird vollständig von der Geschäftsleitung und den Mitarbeitern gehalten. Diese stabile Aktionärsstruktur sichert den Fortbestand des Unternehmens und verleiht eine Unabhängigkeit, die den grundlegenden Wert für ein erfolgreiches und ausgezeichnetes Fondsmanagement darstellt.

Carmignac Gestion verwaltet ein Vermögen in Höhe von mehr als 45 Milliarden Euro und bietet 19 OGAW in den Vermögensklassen Aktien, Anleihen und diversifizierte Anlagen an. Unsere Fonds werden aktiv in 11 europäischen Ländern vertrieben: Frankreich, Luxemburg, der Schweiz, Belgien, Italien, Deutschland, Spanien, den Niederlanden, Österreich, Schweden und Vereinigtes Königreich.

Um seiner internationalen Ausrichtung gerecht zu werden verfügt Carmignac Gestion über eine Tochtergesellschaft in Luxemburg sowie zwei Repräsentanzen in Madrid und Mailand und hat in Singapur die gesamte Fondspalette für professionelle Anleger registriert.

Disclaimer

Das vorliegende Dokument enthält weder Anlageratschläge noch ist es als Finanzanalyse zu betrachten. Keine darin enthaltene Information ist dahingehend zu interpretieren, dass sie einen vertraglichen Wert irgendeiner Art besitzt. Dieses Dokument besitzt lediglich Hinweischarakter. Carmignac Gestion kann weder für eine Entscheidung, die auf der Grundlage einer in diesem Dokument enthaltenen Information getroffen oder nicht getroffen wurde, noch für die mögliche Verwendung durch einen Dritten, haftbar gemacht werden. Das vorliegende Dokument ist ausschließlich zu dem Zweck zu verwenden, zu dem es erstellt wurde, und darf ohne vorhergehende schriftliche Genehmigung durch Carmignac Gestion nicht – weder ganz noch teilweise – vervielfältigt, verbreitet oder an Dritte weitergegeben werden.