

Konjunkturausblick und Anlagestrategie für das dritte Quartal 2011

I – Konjunkturausblick

- ▶ Die Industrieländer sehen sich mit dem Risiko einer „Japanisierung“ konfrontiert

Angesichts der Überschuldung vieler Industriestaaten besteht die Gefahr, dass ihr Wachstum durch den infolge des Schuldenabbaus entstandenen Rezessionsdruck dauerhaft geschwächt wird, wie es in Japan nach Ausbruch der Kreditkrise Anfang der neunziger Jahre der Fall war. Die bereits eingeleiteten oder nur empfohlenen Sparmaßnahmen erhöhen damit zunehmend das Risiko einer „Japanisierung“ der Industrieländer. Die Rückkehr zu einem disziplinierten Staatshaushalt ist angesichts des anhaltenden deflationären Klimas in der Tat problematisch. Verfrühte Sparmaßnahmen könnten in der Tat rezessionäre Auswirkungen auf das Wachstum haben, und dies wiederum erschwert den Abbau der Haushaltsdefizite.

- ▶ Die Unentschlossenheit der europäischen Regierungen verschärft die Krise und erzeugt einen Ansteckungseffekt

In Europa ist das Risiko einer Deflationsspirale in einer Reihe von EU-Mitgliedsstaaten besonders hoch. Der IWF und die solidesten Mitgliedsländer der Eurozone erlegen Ländern mit stagnierendem Wirtschaftswachstum eine selbstmörderische Haushaltsdisziplin auf, während die EZB zugleich mit der Anhebung der Leitzinsen den Druck noch erhöht. Am Beispiel Japans werden jedoch unzweifelhaft die Gefahren einer solchen Politik deutlich. Da die geschwächten Länder ihre Währung nicht abwerten können, bleibt ihnen keine andere Wahl als eine so gut wie möglich organisierte Umschuldung, begleitet von starken Maßnahmen zur Verbesserung ihrer wirtschaftlichen Wettbewerbsfähigkeit. Dies wird durch die wiederholten Angriffe der Märkte deutlich zum Ausdruck gebracht. Aufgrund des dogmatischen Widerstands der EZB wird die kommende Anpassung für die Länder an der Peripherie jedoch mit jedem Tag, der vergeht, schwieriger und kostspieliger. Zudem droht ein Ansteckungsrisiko für Spanien, Italien und morgen vielleicht auch für Frankreich.

- ▶ Der Bericht über die unvermeidliche Umschuldung in Griechenland belastet die Kreditwürdigkeit der übrigen europäischen Staaten

In Bezug auf die Zinsentwicklung in Europa und in den Vereinigten Staaten bestehen erneut unterschiedliche Aussichten. In der Tat wirkt sich die Konjunkturabkühlung jenseits des Atlantiks wie üblich mit drei bis sechsmonatiger Verzögerung auf unsere Volkswirtschaften aus und reduziert somit das Potenzial einer Erholung der Langfristzinsen. Auf dem kurzen Ende der Zinskurve spricht die wachsende Schwächung der europäischen „Peripherieländer“ für eine weniger kompromisslose Geldpolitik der Europäischen Zentralbank, wodurch unserer Einschätzung nach die Wahrscheinlichkeit einer erneuten Anhebung der Leitzinsen bis zum Jahresende unwahrscheinlicher wird. Der katastrophale Bericht über die unvermeidbare Umschuldung in Griechenland stellt hingegen für die Kreditwürdigkeit aller europäischen Länder eine Belastung dar. Die Pflicht zur Unterstützung einer wachsenden Liste geschwächter Länder, die zur Rettung des Euro unerlässlich ist, wird die Bilanzen der mit AAA bewerteten staatlichen Emittenten erheblich verschlechtern.

- ▶ Die Konjunkturabkühlung in den Vereinigten Staaten wird länger anhalten, als von Marktbeobachtern allgemein erwartet

Die Verlangsamung der amerikanischen Wirtschaft, die sich während des zweiten Quartals einstellte, wird allgemein immer noch als Atempause in der Konjunktur wahrgenommen, die durch einen in dieser Phase normalen Abbau der Vorräte sowie durch temporäre, von außen beeinflusste Faktoren hervorgerufen wird. Zwar halten wir eine Verbesserung der makroökonomischen Daten infolge des Rückgangs der Erdölpreise und der positiven Auswirkungen der Wiederherstellung der Produktionsketten in Japan auf die Produktion in den nächsten Monaten für wahrscheinlich, doch unserer Auffassung nach wird dieser Aufschwung aus drei Gründen nur von kurzer Dauer sein: Erstens spricht der äußerst starke Rückgang der Frühindikatoren für das amerikanische Wachstum dagegen, dass es sich nur um eine leichte, vorübergehende Wende im Zyklus handelt. Zweitens leisten bestimmte Variablen, die zum derzeitigen Wachstum beitragen, bereits den höchstmöglichen Beitrag. So ist es äußerst unwahrscheinlich, dass der Einzelhandel weiterhin um 7,5% pro Jahr wachsen wird. Der dritte und wichtigste Grund für unsere Skepsis besteht darin, dass die deflationäre Wirkung des Schuldenabbaus auf die Wirtschaft hartnäckig anhält. Infolgedessen sind die Unternehmen äußerst risikoscheu, und diese Risikoaversion kommt am deutlichsten in der anhaltenden Schwäche des amerikanischen Arbeitsmarkts zum Ausdruck, die wiederum zu einer geringeren Binnennachfrage und zur anhaltenden Flaute auf dem Immobilienmarkt beiträgt.

- ▶ Die Schwellenländer können erneut ein Gegengewicht zu den Problemen der Industriestaaten darstellen

Zwar war unsere Einschätzung in Bezug auf das Einsetzen des Rückgangs der Inflation zugegebenermaßen zu optimistisch, doch sind wir davon überzeugt, dass das Ende der restriktiven Geldpolitik in China unmittelbar bevorsteht. Wir erwarten, dass der Höhepunkt der Inflation dort in den kommenden zwei Monaten erreicht sein dürfte. Das Ende der restriktiven Geldpolitik wird für das Weltwirtschaftswachstum ein massives Gegengewicht zur der sich abzeichnenden Schwäche der Industriestaaten darstellen. Durch das, unserer Einschätzung nach, sehr solide Wachstum in China werden die Schulden der Provinzen abgebaut werden können, ebenso wie einige Jahre zuvor die zweifelhaften Schulforderungen der Banken ausgeräumt werden konnten. Wenn die Schwellenländer imstande sind, ihr Wachstum auf ihren Binnenkonsum auszurichten, könnte ein anhaltend verlangsamtes Wirtschaftswachstum in den Industrieländern, deren begrenzte Rohstoffnachfrage insbesondere zu einem geringeren Inflationsdruck beiträgt, sogar in ihrem Interesse liegen. So weisen diese Länder, die nicht mit einer wirklichen Staatsverschuldung zu kämpfen haben, weiterhin ein sehr starkes Wachstumspotenzial auf, und einige von ihnen stehen kurz vor einer Stabilisierung oder sogar vor einem Rückgang ihrer Inflation. Unter diesen Umständen erscheinen uns die Bewertungen mit einem für 2012 geschätzten KGV von 13 in Indien oder 9 für chinesische, in Hongkong notierte Aktien besonders attraktiv. Wir geben diesen Märkten den Vorzug vor Korea und Taiwan, deren Volkswirtschaften stärker von Exporten in Industrieländer abhängig sind.

II – Anlagestrategie

I – Internationale Aktien

- ▶ Wir behalten unsere umfassende Exposure in Schwellenländern bei.

Das Wachstumspotenzial der Industrieländer, die im Spannungsfeld zwischen der europäischen Krise und dem Schuldenabbau gefangen sind, ist schwächer geworden, während die Risiken gestiegen sind. Diese Feststellung veranlasst uns zur Aufrechterhaltung einer hohen Exposure in Schwellenländern, von denen einige die Schwäche der Industrieländer ausgleichen können. Angesichts ihrer Investitionen in andere Devisen als den Euro können die globalen Fonds zudem Nutzen aus deren Aufwertung gegenüber der überbewerteten europäischen Währung ziehen, die von erheblichen Unwägbarkeiten geschwächt ist. Carmignac Investissement beginnt das Quartal daher mit einem auf 6,2% erhöhten Liquiditätsanteil und einer Exposure von 56% im Dollar und in Schwellenländerwährungen. Das Anlagethema des verbesserten Lebensstandards in den Schwellenländern wurde als logische Folge von 34,1% auf 38,6% des Portfolios von Carmignac Investissement ausgebaut – ein Beweis unseres stärkeren Vertrauens in den Ausgang der Inflationsbekämpfung.

- ▶ Unsere Gewichtung im Energiesektor bleibt konstant, doch wir haben unsere Positionen im Sektor diversifizierte Metalle reduziert

Das Thema Energie bleibt weiterhin konstant bei 15,5% des Portfolios von Carmignac Investissement. Die Aufstockung unserer Investitionen in vielversprechende Explorations- und Produktionsunternehmen (HRT Participacoes, Tullow Oil und Woodside Petroleum) wurde über Veräußerungen im Bereich Erdöldienstleistungen finanziert (Transocean, National Oilwell, Schlumberger). Unsere Positionen im Sektor diversifizierte Metalle haben wir hingegen von 9,3% auf 4,8% des Portfolios reduziert. Unserer Auffassung nach reagiert dieser Sektor besonders anfällig auf die Verlangsamung der Konjunktur und die Reduzierung der Liquidität. So wurden unsere Positionen in Freeport McMoran, Xstrata und Antofagasta vollständig aufgelöst.

- ▶ Wir halten an den Goldminentiteln in unserem Portfolio fest

Der Anteil der Goldminentitel blieb mit 11,2% des Portfolios vollkommen stabil. Die Verschärfung der Krise in Europa und die negative Entwicklung des amerikanischen Staatshaushalts sind Faktoren, durch die Währungen und Staatsanleihen geschwächt werden. Aufgrund dessen dürfte der Anstieg der Goldpreise sich fortsetzen. Goldminen waren im Übrigen in Anbetracht des Goldpreises selten so stark unterbewertet wie jetzt. Dieser strategische Anteil in der defensiven Struktur des Portfolios dürfte in den kommenden Quartalen weitgehend zur relativen und absoluten Wertentwicklung des Fonds beitragen.

- ▶ Das Thema Innovation wurde reduziert und defensive Werte wurden stattdessen aufgestockt

Das Anlagethema Innovation, das ebenfalls anfällig auf das weltweite Wirtschaftswachstum reagiert, wurde von 15,1% auf einen Anteil von 11,6% des Portfolios von Carmignac Investissement reduziert. Veräußerungen erfolgten im Sektor Informationstechnologie, in dem unsere beiden Spitzentitel, Apple und Oracle, eine äußerst positive Entwicklung verzeichnen konnten. Der Sektor der defensiven Werte wurde als logische Folge neu gewichtet (von 4,9% auf 12,4% des Portfolios), hauptsächlich durch den Ausbau unserer Positionen in Nestlé, Mead Johnson, einem in China sehr stark vertretenen Ernährungsunternehmen, und Vertex Pharmaceuticals, einem Biotechnologieunternehmen, das in der Bekämpfung der Hepatitis C wegweisend ist.

II – Performancemotoren im Anleihensegment

- ▶ Wir haben unsere Allokation in Unternehmensanleihen leicht reduziert

Unsere Allokation in Unternehmensanleihen wurde von 34% auf 32% der Anlagen von Carmignac Patrimoine leicht verringert. Der weiterhin positive Trend der Fundamentaldaten von Unternehmen stützt diese Anlageklasse weiterhin, selbst wenn ihr Widerstand gegen einen makroökonomischen Schock mit aller Wahrscheinlichkeit vorübergehend sein würde. Mit einer Inflationsrate von 3% in Europa wie in den Vereinigten Staaten und Geldmarktzinsen in Höhe von 1,5% bzw. 0,25% bleiben Unternehmensanleihen weiterhin attraktive Anlagen. Hochverzinsliche Papiere und Investment Grade-Papiere erzielen Renditen von 7,3% bzw. 4%.

- ▶ Der Anteil der Staatsanleihen aus Industrieländern ist konstant geblieben, allerdings sind wir um eine aktive Steuerung der modifizierten Duration bemüht

Der Anteil der Staatsanleihen aus Industrieländern ist mit 3,65% der Anlagen von Carmignac Patrimoine konstant geblieben. Im Laufe des vergangenen Quartals unterlag die modifizierte Duration des Fonds einer taktischen Steuerung und bewegte sich zwischen 0,5 und 6. Das Zögern der europäischen Regierungen, den Zahlungsausfall Griechenlands anzuerkennen, erzeugt einen gefährlichen Ansteckungseffekt, der den Deflationsdruck auf die von ihrer hohen Staatsverschuldung geschwächten Länder verstärkt. So ist der Zinsaufschlag der französischen Staatsanleihen im Vergleich zu deutschen Anleihen mit 63 Basispunkten auf einem Höchststand. Das Portfolio enthält bereits seit 18 Monaten außer deutschen Bundesanleihen keine europäischen Staatsanleihen mehr.

- ▶ Wir haben bei den Staatsanleihen aus Schwellenländern Gewinne mitgenommen

Der Anteil der Staatsanleihen aus Schwellenländern wurde von 8,2% auf 4,3% des Portfolios von Carmignac Patrimoine reduziert (3,3% davon in Lokalwährungen der Schwellenländer investiert). Trotz der befürchteten Konjunkturabkühlung in den Vereinigten Staaten und der verschärften Haushaltslage der Länder an der europäischen Peripherie profitierten einige Schwellenländeranleihen (Brasilien, Kolumbien, Philippinen und Ungarn) von der Anhebung ihrer Ratings. Infolgedessen konnten wir dank unserer Investitionen in Brasilien, Kolumbien, Mexiko und Indonesien beträchtliche Gewinne einfahren und unsere Exposure in Ungarn reduzieren. Wir werden aller Voraussicht nach auf den Kauf von Schuldtiteln einiger Schwellenländer zurückkommen, um von der Entspannung der Langfristzinsen zu profitieren, die bald beginnen dürfte.

- ▶ Der Liquiditätsanteil wurde erhöht

Unsere Allokation in liquiden Mitteln wurde von 13% auf 17% erhöht, wobei ein Teil unserer Aktienveräußerungen in amerikanische Staatsanleihen umgewandelt wurde.

Redaktionsschluss: 19.07.2011

Dieses Dokument stellt weder eine Anlageberatung noch eine Finanzanalyse dar. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen sind nicht rechtlich bindend. Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken. Carmignac Gestion haftet weder für Entscheidungen, die auf Grundlage einer in diesem Dokument enthaltenen Information getroffenen wurden oder nicht, noch für die eventuelle Nutzung dieser Informationen durch Dritte. Dieses Dokument darf nur zu dem Zweck genutzt werden, für den es erstellt wurde, und darf ohne vorherige schriftliche Genehmigung von Carmignac Gestion weder ganz noch teilweise vervielfältigt, verbreitet oder an Dritte weitergegeben werden.