

Konjunkturausblick & Anlagestrategie

● Konjunkturausblick

- Die Finanzkrise in Europa wandelt sich in eine Wirtschaftskrise

Die Lage in Europa bleibt weiterhin äußerst besorgniserregend, auch wenn infolge der während des EU-Gipfels am 28. und 29. Juni getroffenen Entscheidungen neue Hoffnung unter den Marktakteuren aufkeimte. Doch der entscheidende Punkt der Krise, nämlich die Unfähigkeit der europäischen Länder, ihr Wirtschaftswachstum anzukurbeln, wurde nicht gelöst und noch nicht einmal in Angriff genommen. Mit den geplanten Maßnahmen soll immerhin der Teufelskreis zwischen der Schwäche der Banken und der Schieflage der Staatshaushalte unterbrochen werden, doch sie sind keinesfalls darauf ausgerichtet, eine positive Dynamik zwischen Wachstum und Solvenz herzustellen. Auch die konkrete Umsetzung der Maßnahmen ist unserer Auffassung nach keineswegs gesichert. Es hat sich gezeigt, dass die Wirkung der geldpolitischen Maßnahmen und anderer Schutzvorkehrungen ihre Grenzen hat: Die Zinsen für spanische Staatsleihen liegen bei rund 7% und damit höher als vor den beiden LTRO-Runden, während die Zinsen für italienische Anleihen mit 6% trotz der bereits umgesetzten Haushaltsreformen nur geringfügig gesunken sind. Die Lage der Banken hat sich ebenfalls verschlechtert. Dies gilt natürlich insbesondere für Spanien, wo der Rekapitalisierungsbedarf auf 100 Milliarden Euro geschätzt wird, aber auch für Italien. Angesichts des beträchtlichen Bestands an Staatsanleihen in den Bilanzen der Geschäftsbanken erscheinen uns die Unterstützungsmaßnahmen für die Banken zwecklos, sofern der Wiederherstellung der öffentlichen Finanzen nicht nachweislich Priorität eingeräumt wird. Die jüngsten makroökonomischen Trends in Europa sind daher also besonders besorgniserregend, und dies gilt nicht nur für die südeuropäischen Länder. Sie rechtfertigen maßgebliche politische Initiativen zur Beseitigung von Wachstumshindernissen. Die Frühindikatoren, die bereits einige Monate im Voraus Hinweise auf die Entwicklung des verarbeitenden Gewerbes liefern, signalisieren für alle bedeutenden Länder der Eurozone eine Kontraktion, selbst wenn laut Konsens in Deutschland und Frankreich im laufenden Jahr vermutlich noch eine Rezession im engeren Sinne verhindert werden kann.

- Vereinigte Staaten: Erwartungsgemäß verlangsamt sich die amerikanische Konjunktur

In den Vereinigten Staaten ist, wie wir es bereits im vergangenen Quartal vorausgesagt hatten, eine Wachstumsverlangsamung zu beobachten. Das schwache Wachstum des verfügbaren Einkommens belastet allmählich den Konsum und sorgt für Enttäuschungen im Hinblick auf die Schaffung neuer Arbeitsplätze, deren Anzahl in den vergangenen drei Monaten von monatlich rund 250.000 auf 100.000 gesunken ist. Zugleich waren auch die meisten Früh- und Vertrauensindikatoren rückläufig.



Der jüngste nationale Einkaufsmanagerindex fiel im Juli deutlich unter die Schwelle von 50 und deutet damit auf einen Konjunkturrückgang hin, nachdem zahlreiche regionale Indikatoren bereits im Laufe der vergangenen Monate Ähnliches signalisiert hatten. Die Wachstumsprognosen für 2012 und 2013 werden berechtigterweise in regelmäßigen Abständen gesenkt und liegen derzeit bei +2% und +2,3%. Zwar sind die langfristigen Aussichten weiterhin positiv, insbesondere in Anbetracht der strukturellen Anpassungen der amerikanischen Wirtschaft, auf kurze Sicht sind sie jedoch durchwachsen. Positiv bleibt festzuhalten, dass den Haushalten dank der sinkenden Energiepreise wieder mehr frei verfügbare Ausgaben zur Verfügung stehen dürften und dass die anhaltende Erholung des Immobilienmarktes sich positiv auf die Moral auswirkt. Außerdem können die Vereinigten Staaten auf den Aktivismus der Fed zählen, auch wenn diese aller Wahrscheinlichkeit nach nur im Falle einer deutlichen Konjunkturverschlechterung eingreifen wird.

- **Die Konjunkturverlangsamung in den Schwellenländern nimmt konkrete Formen an**

In den Schwellenländern wirkt sich die Verlangsamung der Weltwirtschaft in erster Linie negativ auf die Exportländer (Korea, Taiwan) und die Rohstoffproduzenten (Brasilien, Russland) aus, die unter den Kursrückgängen leiden. Nichtsdestoweniger bleibt die Konjunkturverlangsamung in China unter Kontrolle und in einem von den Behörden zielgerichtet herbeigeführten Rahmen. Die Schwellenländer stellen für uns weiterhin Garanten für die Integrität des Weltwirtschaftssystems dar. So verfügt China etwa über erhebliche haushalts- und geldpolitische Spielräume, die im Falle einer enttäuschenden wirtschaftlichen Entwicklung aktiviert werden können. Doch nach dem massiven Konjunkturprogramm des Jahres 2008 müssten sich die chinesischen Behörden schon mit einer Wirtschaftslage konfrontiert sehen, die schwerwiegenden Bedrohungen ausgesetzt ist, bevor sie sich entschließen, die Konjunktur erneut in die Bahnen eines dynamischen, von entschiedenen Eingriffen geförderten Wachstums zu lenken. Die verfügbaren Zahlen deuten jedoch auf ein Wachstum zwischen 7 und 8% hin. Dies scheint umso annehmbarer, als es der Überhitzung des Immobilienmarkts entgegenwirkt und die Fortsetzung der Desinflation ermöglicht. Diese Wachstumszahlen sind zwar für China derzeit vollkommen ausreichend, für die übrige Welt jedoch eher unbefriedigend.

- **Das makroökonomische Umfeld dürfte die tendenzielle Aufwertung des Dollars begünstigen**

Die Weltwirtschaft erlebt eine flächendeckende Verlangsamung, die von der Krise in Europa beeinflusst wird, andernorts jedoch begrenzt ist. Angesichts dieser Konjunkturlage ist höchstwahrscheinlich mit einer anhaltend guten Entwicklung von Staatsleihen aus Ländern mit einer solideren Haushaltslage zu rechnen, nicht zuletzt deshalb, weil überall eine weitere deutliche Verschlechterung der Wirtschaftslage eintreten müsste, bevor neue aufwändige geld- oder haushaltspolitische Eingriffe zur Ankurbelung des Wachstums in Angriff genommen werden. Zudem scheint dieses instabile Gleichgewicht tendenziell unausweichlich zu einer weiteren Aufwertung des Dollar gegenüber dem Euro und den Schwellenländerwährungen derjenigen Länder zu führen, die am meisten unter der Verlangsamung der Weltwirtschaft leiden.



● Anlagestrategie

I. INTERNATIONALE AKTIEN

- Wir halten mit Blick auf das kommende Quartal an unserer defensiven Positionierung fest

Die Wirtschaftskrise stellt eine schwerwiegende Bedrohung für Europa dar, doch die Lage außerhalb der Eurozone scheint stabiler zu sein. Das größte Risiko für Aktienanlagen besteht in der Gefahr, dass die Krise in Europa zu einem Zeitpunkt auf den Rest der Welt übergreift, zu dem die Vereinigten Staaten und China nur zögernd reagieren würden, um möglichen Folgen sofort entgegenzuwirken. In den Vereinigten Staaten sind keinerlei haushaltspolitische Spielräume vorhanden, und die Wirkung der geldpolitischen Maßnahmen ist zweifelhaft. Die Wirtschaftslage in China hingegen rechtfertigt derzeit keine großangelegten Maßnahmen zur Stützung des Wachstums der Weltwirtschaft. Das Risiko einer Konjunkturdelle ist unserer Einschätzung nach daher in den kommenden Monaten nicht zu vernachlässigen. Infolgedessen ist unsere Anlagepolitik im Aktienbereich von drei wesentlichen Schwerpunkten geprägt: erstens ein begrenztes Exposure gegenüber dem Aktienrisiko, das zweitens von einer Übergewichtung der Schwellenländer geprägt ist, und drittens ein starkes Exposure im Dollar und im Yen, d.h. Währungen, mit denen wir uns gegenüber den Auswirkungen der Krise in Europa absichern.

- Wir haben die Gewichtung des Sektors „Verbesserung des Lebensstandards“ in den Schwellenländern geringfügig reduziert

Die Gewichtung des Anteils „Verbesserung des Lebensstandards“ in den Schwellenländern wurde im Portfolio von **Carmignac Investissement** geringfügig von 44,2% auf 43,3% reduziert. So haben wir unsere Positionen im Bankensektor (9,2% des Portfolios) in China und Brasilien abgebaut. Im Gegenzug haben wir unser Exposure in Weltmarken, die von der Verbesserung des Lebensstandards profitieren (11,2% des Portfolios) nicht geändert. Dies gilt insbesondere für die großen Luxusmarken.

- Wir haben die Gewichtung von Goldaktien und defensiven Titeln erhöht

Der Anteil der defensiven Titel im Portfolio von **Carmignac Investissement** wurde von 11,8% auf 14,3% erhöht. Unsere zurückhaltende Analyse in Bezug auf das Wirtschaftswachstum der Industrieländer rechtfertigt die Aufstockung dieser Titel mit guter Visibilität und geringer Volatilität. Bei unserem anderen defensiven Anlagethema, dem Goldbergbau, haben wir die Gewichtung geringfügig von 10,3% auf 11,5% angehoben. Der Aktivismus der Zentralbanken vor dem Hintergrund äußerst niedriger Zinsen dürfte zu einem deutlichen Aufwärtstrend in Bezug auf Gold führen. In dessen Folge dürften sich auch die Bergbautitel günstig entwickeln, die seit mehr als einem Jahr durch ihre mangelhafte Kostenkontrolle besonders in Mitleidenschaft gezogen wurden.

- Wir haben unseren Anteil im Rohstoffsektor ebenso wie im Bereich Innovation leicht reduziert

Das Thema Rohstoffe wurde leicht von 21,9% auf 20,4% des Vermögens von **Carmignac Investissement** reduziert. Der Anteil des Energiesektors am Portfolio beträgt 15,5%, derjenige der Metalle 4,9%. Unser Thema Innovation wurde von einem Anteil von 9,7% auf 7,4% des Portfolios gesenkt, insbesondere durch den Abbau unserer Position in Apple parallel zur außergewöhnlichen Entwicklung der Aktie und der Veräußerung unserer gesamten Position in dem indischen IT-Dienstleister Infosys, dessen Entwicklungsmodell uns nach vielen außergewöhnlich guten Jahren beeinträchtigt erscheint.



II. PERFORMANCEMOTOREN IM ANLEIHENSEGMENT

- Wir halten an unserer defensiven Positionierung fest

Das Risiko der Konjunkturverlangsamung gesellt sich zu unserer Besorgnis im Hinblick auf die Lage in Europa hinzu und veranlasst uns zu stärkerer Wachsamkeit. Wir gehen mit einer defensiven Haltung in unseren drei Anlageklassen (Aktien, Anleihen, Devisen) ins kommende Quartal. Insbesondere fürchten wir, dass die politischen Maßnahmen die Hoffnungen des Marktes nicht lang genug nähren werden, während sich das wirtschaftliche Risiko zunehmend klarer abzeichnet. Für das kommende Quartal halten wir an unserer Überzeugung in Bezug auf die Abwertung des Euro fest, zumal wir mit weiteren Zinssenkungen durch die EZB rechnen. Unsere Überzeugung im Hinblick auf eine Aufwertung des Dollar ist stärker ausgeprägt als in Bezug auf den Yen, und wir beabsichtigen, unser Exposure gegenüber der japanischen Währung aktiver zu steuern. Das Liquiditätsniveau im Portfolio von **Carmignac Patrimoine** wurde im Quartalsverlauf von 17,6% auf 21,4% erhöht.

- Wir haben unsere Allokation in Unternehmensanleihen geringfügig reduziert

Dieser Anteil hat im Laufe des Quartals positiv zur Performance beigetragen. Trotz des Anstiegs der Kreditrisikoprämien ermöglichte der mit Carry Trade und der Aufwertung des Dollar verbundene Beitrag des Portfolioanteils von 6,8%, den wir in auf Dollar lautende Unternehmensanleihen investiert haben, unseren Positionen eine positive Wertentwicklung. Das schwächere globale Wirtschaftswachstum hat uns zur Anpassung unserer Exposures im Rahmen von **Carmignac Patrimoine** veranlasst, insbesondere durch einen Abbau unserer Positionen im Rohstoffsektor. Wir haben zudem bei bestimmten erstklassigen Emittenten, deren Bewertungen kräftig zugelegt hatten, Gewinne mitgenommen.

- Wir haben unser Exposure in Staatsanleihen erhöht

Der Anteil der Staatsanleihen aus Industrieländern wurde von 11,8% auf 17,26% des Portfolios von **Carmignac Patrimoine** aufgestockt. Diese Allokation konzentriert sich weiterhin auf erstklassige deutsche und amerikanische Staatsanleihen. Angesichts der gegenwärtigen Konjunkturverlangsamung hat die Fed verlauten lassen, dass sie bei Bedarf weitere Lockerungsmaßnahmen ergreifen werde. Es stellt sich die Frage, wo sie die Grenze ansetzt, bei der ein Eingriff notwendig wäre. Diese Frage bleibt insbesondere mit Blick auf die bevorstehenden Präsidentschaftswahlen weiterhin heikel. Die EZB ihrerseits hat ihre Anforderungen an Wertpapiere, die als Sicherheiten für Zentralbankkredite genutzt werden können, im Rahmen ihrer Refinanzierungsmaßnahmen erneut gelockert und lässt nunmehr ein erweitertes Spektrum von Schuldpapieren zu. Doch vor allem kündigte sie am 5. Juli eine Senkung ihrer Leitzinsen um 25 Basispunkte von 1% auf 0,75% an. Angesichts der Unsicherheiten, die die wachsende Unterstützung belasten, die Deutschland zur Lösung der Krise in Europa höchstwahrscheinlich leisten muss, bevorzugen wir derzeit US-Treasuries. Der Anteil der Schwellenländeranleihen wurde von 2,4% auf 3,1% erhöht (2,6% davon sind in Lokalwährungsanleihen angelegt).

Redaktionsschluss: 25.07.2012

Disclaimer:

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit lässt keine zuverlässigen Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu, die im Laufe der Zeit Schwankungen unterliegt. 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.