

# Konjunkturausblick & Anlagestrategie

## Konjunkturausblick

- Die Bereitschaft der Zentralbanken, das Wachstum und die Liquidität staatlicher Emittenten zu unterstützen, ist entscheidend für das Gelingen des Schuldenabbaus

Das makroökonomische Umfeld und die Märkte haben sich im ersten Quartal im Großen und Ganzen gemäß unseren vor drei Monaten geäußerten Erwartungen entwickelt. Dank der massiven Geldspritzen der USA, Japans und Großbritanniens konnten die Aktienmärkte ihren Aufwärtstrend fortsetzen, obwohl lediglich die Vereinigten Staaten einige positive Impulse für die Weltwirtschaft lieferten. Der Dollar erholte sich infolge der unterschiedlichen Wachstumsdynamiken beiderseits des Atlantiks, während der Yen durch die Entschlossenheit der japanischen Regierung, der Deflation ein Ende zu setzen, weiter geschwächt wurde.

Die weltwirtschaftliche Gesamtlage ist unverändert. In Europa stehen die Industrieländer vor einem strukturellen Schuldenabbau, der in den Vereinigten Staaten bereits begonnen hat. Dieser Prozess wird sich über mehrere Jahre erstrecken. Die Zentralbanken sehen sich daher genötigt, ihre expansive Politik fortzuführen und die Renditen auf Staatsanleihen dauerhaft auf einem „unnormal“ niedrigen Niveau zu halten. Aufgrund klassischer Haushaltsgrundsätze können die Regierungen keine antizyklischen Maßnahmen ergreifen. Die Zentralbanken sind daher auf sich selbst angewiesen, um Bedingungen für ein ausreichendes Nominalwachstum (Realwachstum plus Inflation) zu schaffen, mit dem die Staatsschulden auf ein tragbares Maß gesenkt werden können.

- Die Konjunktur der Schwellenländer leidet im Gegensatz zu den Industrieländern nicht unter der Notwendigkeit zum Schuldenabbau. Dennoch dürften sie als Motor der Weltkonjunktur eine geringere Rolle spielen

Bei den meisten Schwellenländern kann von einer Überschuldung nicht die Rede sein: Ihr Nominalwachstum hat in den meisten Fällen die Entstehung einer Schieflage der Haushalte verhindert. Trotzdem scheinen die drei wichtigsten Schwellenländer derzeit nicht in der Lage, eine entscheidende Rolle als Motor der Weltkonjunktur zu übernehmen.

China leidet wie alle großen Exportländer unter der gedämpften Nachfrage aus den Industrieländern und ist derzeit nicht bereit, sich für ein starkes Wachstum um jeden Preis zu engagieren. Die neue chinesische Regierung muss in ihre Rolle erst noch hineinwachsen und verfolgt in erster Linie das Ziel, die Immobilienpreise unter Kontrolle zu halten. Die positive Entwicklung der Inflation dürfte zu gegebener Zeit und falls erforderlich die Wirtschaftstätigkeit stützen.



Indien befindet sich mitten in einer Wahlphase, die sich negativ auf die noch vor sechs Monaten gezeigte Reformbereitschaft auszuwirken scheint und Maßnahmen zur Senkung des hohen Leistungsbilanzdefizits weiter verzögert.

Brasilien leidet als großer Rohstoffproduzent unter der mangelnden Dynamik der Weltwirtschaft und scheint sich in eine zunehmend interventionistische wirtschaftliche Logik zu verstricken, die für sein weiteres Wachstum nichts Gutes verheißt.

Die gute wirtschaftliche Verfassung weniger bedeutender Schwellenländer wie der Türkei oder Mexiko trägt jedoch dazu bei, dass das Universum der Schwellenländer als Ganzes weiterhin eine ansprechende Wachstumsrate aufweist.

- **In Japan ist eine wahre Revolution im Gange, die sich auf das Wachstum der Weltwirtschaft jedoch wenig begünstigend auswirkt**

Der neue Gouverneur der japanischen Zentralbank wurde aufgrund seiner erklärten Absicht gewählt, die stagnierende Wirtschaft seines Landes mit hochexpansiven geldpolitischen Maßnahmen anzukurbeln. Sein Inflationsziel von 2% setzt eine besonders reflationistische Geldpolitik voraus, die sich auf umfangreiche Investitionen in riskante Anlagen und Maßnahmen zur Schwächung des Yen stützt. Das Ziel dieser aggressiven Politik besteht darin, die Geldmasse innerhalb der kommenden zwei Jahre zu verdoppeln. Zugleich müssten zahlreiche Märkte liberalisiert, Steueranreize für Investitionen beschlossen und der Arbeitsmarkt flexibler gestaltet werden. Ein Konjunkturprogramm von umgerechnet rund 100 Milliarden Euro ist bereits angelaufen.

Diese Maßnahmen zur Förderung des Wiederaufschwungs der japanischen Wirtschaft schlagen sich jedoch zunächst in einer Abwertung des Yen (seit Ankündigung der Neuwahlen bereits 25% gegenüber dem Dollar und 30% gegenüber dem Euro) und einer damit einhergehenden Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit Japans nieder. Die Wachstumssteigerung wirkt sich daher zunächst zu Ungunsten anderer Exportländer im asiatischen Raum, aber auch Deutschlands aus. Dieser Abwertungswettlauf kann daher zusätzlich zu dem infolge des Schuldenabbaus in den Industrieländern bereits bestehenden Druck einen neuen Deflationsdruck aufbauen.

- **Die Fed unter Ben Bernanke muss ihre Bereitschaft zur Stützung der amerikanischen Wirtschaft nicht mehr unter Beweis stellen**

In den Vereinigten Staaten hat der Schuldenabbau bereits 2008 begonnen, die Wettbewerbsfähigkeit ist gestiegen, die Arbeitslosenquote sinkt langsam, aber anhaltend, und die amerikanischen Unternehmen verfügen über hohe Cash-Bestände für Investitionen. Trotz der Uneinigkeit der Parteien in der Haushaltsfrage konnten Maßnahmen zur Senkung des Haushaltsdefizits um schätzungsweise 0,3% des BIP von 2013 umgesetzt werden. Zugleich konnte ein moderates Wirtschaftswachstum aufrechterhalten werden. Die Wachstumsprognose für 2013 liegt bei 1,9%.

Kurzfristig sind jedoch einige unserer Auffassung nach weniger günstige Entwicklungen festzustellen. So schätzen wir, dass die Einzelhandelsumsätze im ersten Quartal durch erhebliche außerordentliche Dividenden aufgebläht wurden, die Ende 2012 in Erwartung von Steuererhöhungen im laufenden Jahr ausgeschüttet wurden. Zudem deutet die sinkende Sparquote (Rückgang auf 2,6% des BIP) unserer Auffassung nach darauf hin, dass die hohen Einzelhandelsumsätze nicht von Dauer sein werden.

Diese Faktoren setzen unserer Gesamtbeurteilung der amerikanischen Konjunktur einen Dämpfer auf und führen uns die alle Länder betreffende zwingende Notwendigkeit vor Augen, konzertierte wirtschafts- und geldpolitische Maßnahmen zur Eindämmung der rezessionären Auswirkungen des Schuldenabbaus zu ergreifen. Wenn der Präsident der amerikanischen Fed seine Amtskollegen zur Umsetzung ähnlich unkonventioneller Maßnahmen wie in den Vereinigten Staaten auffordert, um das Wachstum der Weltwirtschaft anzukurbeln, beweist er einen beruhigenden Realismus.

- Die Geldpolitik der europäischen Länder ist unserer Auffassung nach den anstehenden Herausforderungen nicht angemessen – mit Ausnahme der Bank of England

Die Konjunkturlage verschlimmert sich mit jedem Monat. Dies hat der Präsident der Europäischen Zentralbank Anfang April zugegeben. Erwartungen einer Konjunkturerholung im zweiten Quartal sind unserer Auffassung immer noch nach allzu optimistisch. Frankreich – wo uns eine wachsende Zahl von Unternehmern von einem starken Rückgang der Auftragseingänge berichtet – hält eine negative Überraschung nach der anderen bereit. Ein Konjunkturrückgang von 1% käme für uns in diesem Jahr nicht unerwartet.

Vor allem jedoch zeigt auch die deutsche Konjunktur Ermüdungserscheinungen. Gegenüber einem Exportwachstum von 7,5% im August 2012 verzeichnete Deutschland in den vergangenen drei Monaten einen Rückgang um 1,2%. Die anhaltende Schwäche der Weltwirtschaft lastet auf Deutschland ebenso wie auf allen anderen großen Exportländern. Seit mehreren Quartalen haben wir nachdrücklich unsere Überzeugung zum Ausdruck gebracht, dass Europa mit einem starken Euro nicht gedient ist, wenn dadurch die mageren Bemühungen einiger Mittelmeerländer um mehr Wettbewerbsfähigkeit zunichte gemacht werden.

Aus dieser Sicht dürfte die konjunkturelle Schwächung Deutschlands die Hinwendung der EZB zu einer aggressiveren Geldpolitik mit dem Ziel begünstigen, eine Abwertung des Euro herbeizuführen. Es stellt sich allerdings die Frage, ob die Wahlen zum deutschen Bundestag im September nicht zur Aufrechterhaltung eines gefährlichen Status Quo im Hinblick auf das Ziel beitragen, dem deutschen Wähler nicht zu schaden, dem die Stärke der Währung nach wie vor sehr wichtig ist.

Wenn zu der schwierigen Umsetzung des Schuldenabbaus, gegen den die italienische Bevölkerung sich bereits aufgelehnt hat, und zur Schwäche der europäischen Regierungen, die sich durch den erschreckenden Umgang mit der Krise in Zypern erneut erwiesen hat, noch die Erstarrung der EZB hinzukommt, kann die nächste Eskalation der Krise in Europa nicht weit entfernt sein.

## ● Anlagestrategie

### I. INTERNATIONALE AKTIEN

- Das Thema der Reflation in Japan wurde von 9,4% auf 10,7% des Anlagevermögens ausgebaut

Da der Finanzsektor durch die Aufwertung von Anlagevermögen und den Anstieg der Kreditvergabe am ehesten profitieren wird, haben wir drei Finanztitel aufgenommen: die Banken Mizuho Financial Group und Sumitomo Mitsui Financial Group sowie den Finanzdienstleister Orix Corp. Zudem haben wir unsere Positionen in Nomura und Toyota aufgestockt. Nomura wird von der Rückkehr japanischer Anleger an die Aktienmärkte und Toyota von der Abwertung des Yen profitieren.

- Das Thema des Wirtschaftswachstums in den Vereinigten Staaten wurde von 3,6% auf 9,5% ausgebaut

Wir haben vier neue Positionen in folgenden Unternehmen eröffnet: im Raffinerieunternehmen Valero Energy und in der Eaton Corporation, einem Hersteller elektronischer Komponenten und Systeme, in der Investmentbank Morgan Stanley und dem Kabelnetzbetreiber Comcast im Medienbereich. Diese Unternehmen dürften mittelfristig davon profitieren, dass die Marktteilnehmer die Stärke der amerikanischen Wirtschaft erkennen.



- Der steigende Lebensstandard in den Schwellenländern bleibt mit 39,2% des Anlagevolumens (gegenüber 40,6% im Dezember) das wichtigste Thema des Portfolios

Wir haben einige Positionen im Finanzsektor leicht abgebaut. Wir halten jedoch weiterhin an unserer Überzeugung fest, dass die niedrigen Bewertungen von Schwellenländertiteln im Vergleich mit denjenigen der Industrieländer im derzeitigen von schleppendem Wachstum und Deflationsdruck in den Industrieländern geprägten Umfeld immer weniger gerechtfertigt sind.

- Der Anteil der defensiven Titel bleibt mit 15,6% stabil, doch ihre Gewichtung wird um rund 10% steigen

Im derzeitigen von schleppendem Wachstum geprägten Umfeld sind antizyklische Titel mit hoher Vorhersagbarkeit gefragt. Wir werden unsere Position in defensiven Titeln daher aufstocken, da diese mit einem gut vorhersehbaren Wachstum, attraktiven Dividenden und einer derzeit noch angemessenen Bewertung unsere Kriterien erfüllen.

- Die Gewichtung des Themas Energie wird von 12,8% auf 13,3% des Fondsvolumens erhöht

Die Bestandteile des Portfolios blieben unverändert. Insbesondere unsere Position in Anadarko, dessen Bohrprogramme im Golf von Mexiko und vor der afrikanischen Küste sich als vielversprechend erweisen, trug mit 18% zur Performance bei. Auch die Position in Corelabs, einem spezialisierten Erdöldienstleister, leistete einen positiven Beitrag.

- Das Thema Edelmetalle wurde praktisch aufgelöst (von 10,1% auf 0,6% des Anlagevermögens)

Weder die globale expansive Geldpolitik in nie zuvor da gewesener Höhe und Frequenz noch die auf absehbare Zeit bestehende Aussicht auf negative Realzinsen in den wichtigsten Industrieländern wirkten sich günstig auf die Entwicklung des Goldes aus. Wir haben den Fehler begangen, die Stärke der zugrunde liegenden deflationären Kräfte zu unterschätzen, die in den vergangenen Monaten durch den Schock der abrupten Abwertung des Yen noch verstärkt wurden.

## II. PERFORMANCEMOTOREN IM ANLEIHENSEGMENT

- Die Allokation in Unternehmensanleihen blieb mit 29% stabil

Im vergangenen Quartal blieb die Performance des Finanzsektors hinter derjenigen nichtfinanzieller Unternehmen zurück. Die relative Risikoprämie sank um 40 Basispunkte und bietet die Chance eines Aufschwungs. Die Rahmenbedingungen der europäischen Bankenunion sehen vor, dass für die Eurozone ein geordnetes System für die Abwicklung von Banken erarbeitet werden muss, das ab 2015, spätestens aber ab 2018 gelten soll. Es soll einen differenzierten Umgang mit Banken erlauben, der solide Institute begünstigt, während die schwächsten Banken dadurch bestraft werden, dass bei Verlusten automatisch auch Gläubiger in Anspruch genommen werden können. Der Anteil der von Banken der Eurozone emittierten Anleihen am Anlagevermögen liegt bei 6%. Unsere Anlagen beschränken sich auf erstklassige Adressen, und wir vermeiden zweitrangige Banken. Unsere größte Position ist die Bank Santander (2,1% des Anlagevermögens), deren Bilanz sich gebessert hat. Durch einen Anstieg der Einlagen um 28% im Zeitraum von 2009 bis 2012 hat sich die Abhängigkeit der Bank von den Finanzmärkten verringert, während ihre Verschuldung um 15% abgebaut werden konnte.

- Die Position in Staatsanleihen aus Industrieländern beträgt fast 15%

Angesichts der veränderten Lage in Japan gehen wir mit einer weitaus konstruktiveren Sicht in das zweite Quartal als noch Anfang des Jahres. Die japanische Zentralbank verfolgt das Ziel, ihre Bilanz innerhalb von zwei Jahren zu verdoppeln, und wird 70% der Emissionen japanischer Staatsanleihen statt wie zuvor 39% kaufen. Durch die Herbeiführung eines Verdrängungseffekts



einheimischer Privatanleger wird die japanische Zentralbank für Geldflüsse in Höhe von rund 1 Trillion Dollar im Jahr 2013 die Suche nach Renditen im Ausland forcieren. Europäische Anleihen sind seit sechs Monaten äußerst gefragt: Japanische Anleger haben 20% der Bruttoemissionen der Eurokernländer gekauft. Diese Geldflüsse verzögern etwaige Zinserhöhungen. Wir sind mit 7% des Anlagevermögens in europäischen Staatsanleihen investiert, insbesondere in Spanien (3%), Italien (2,75%) und Irland (0,8%). Die derzeitigen Credit Spreads für diese Anleihen über 10 Jahre dürften sich infolge der Wirkung der Käufe von Anlegern auf der Suche nach Renditen verengen. Wir beenden das Quartal mit einer modifizierten Duration von 5,5. Es ist damit zu rechnen, dass die Zinsen bis auf absehbare Zeit niedrig bleiben, während die Credit Spreads weiterhin sinken werden.

- **Die Position in Staatsanleihen aus Schwellenländern wurde von 7,5% auf 8,5% leicht erhöht**

Staatsanleihen aus Schwellenländern verzeichneten eine differenzierte Entwicklung. Mexiko ist dabei besonders hervorzuheben. Mexikanische Staatsanleihen profitierten von einer Senkung der Leitzinsen um 50 Basispunkte und einer Währungsaufwertung von 2,9% gegenüber dem Euro. Unsere Anlagen in Osteuropa leisteten einen neutralen Beitrag zur Performance und wurden trotz der Zinssenkungen in der Türkei und Polen unter der Krise in Zypern in Mitleidenschaft gezogen. Die Käufe japanischer Privatanleger dürften dieser Anlageklasse neuen Auftrieb geben. Die Türkei scheint gut aufgestellt und erhielt ein Investment Grade-Rating. Die türkische Zinskurve hat bereits jetzt 20% der japanischen Uridashi-Emissionen (Titel in Lokalwährungen für japanische Privatanleger) angezogen.

- **Die relative Stärke der amerikanischen Wirtschaft und die Reflationsbestrebungen in Japan haben uns zu einer Übergewichtung unseres Exposure im Dollar und zur Absicherung unseres Exposure im Yen veranlasst**

In den kommenden Monaten dürfte die Abwertung des Yen sich fortsetzen, da die japanischen Anleger die Währungsabsicherungsquoten ihrer Vermögenswerte im Ausland noch nicht geändert haben. Diese liegen noch nahe an ihrem Höchststand von 60%. Wir rechnen mit einer Aufwertung des Dollar. Begünstigt durch die Wachstumsunterschiede dürfte der Dollar in geringerem Maße als Finanzierungswährung verwendet werden, zugleich aber die Attraktivität amerikanischer Vermögenswerte stärker widerspiegeln. In Bezug auf die Fundamentaldaten des Euro muss die EZB die geldpolitischen Bedingungen in diesem Jahr lockern. Sie muss sich mit einem schleppenden Wachstum, einem Wechselkurs, der die Wettbewerbsfähigkeit nicht stimuliert, und wachsendem Deflationsdruck auseinandersetzen. Dennoch konnte sie bisher als einzige Bank ihre Bilanz reduzieren.

*Redaktionsschluss: 30.04.2013*

*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 getroffen 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.*

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  
Carmignac Gestion, Aktiengesellschaft - Gesellschaft für Portfoliomanagement (Zulassungsnummer: GP 97008 vom 13.03.1997) - 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.