



VON DIDIER SAINT-GEORGES

Mitglied des Investmentkomitees

## Nicht alle Entwicklungsländer sind fragil – ganz im Gegenteil

In den vergangenen Monaten waren die Schwellenländer von besonders ausgeprägten Korrekturen an den Aktien-, Anleihen- und Devisenmärkten betroffen. Aufgrund dieser starken – und ungewöhnlichen – Korrelation zwischen den Anlageklassen gestalteten sich selbst diversifizierte Anlagen in diesem Universum besonders schwierig. Bereits in unserer Note vom Juli („Klimawechsel“) wiesen wir darauf hin, dass das von der amerikanischen Zentralbank angekündigte Ende der lockeren Geldpolitik ein bedeutsames Ereignis für die Märkte darstellen würde, die bislang am meisten von dieser Politik profitiert hatten. Für die Schwellenländer kommen die Auswirkungen der Konjunkturverlangsamung in China noch erschwerend hinzu (wir sprechen von einer „Doppelbelastung“). Ist die Korrektur der Verbote einer noch weitaus

„DIE FINANZIELLE SITUATION VIELER SCHWELLENLÄNDER IST HEUTE GRUNDLEGENDE ANDERS ALS IM JAHR 1997“

schwereren Krise, wie sie die Schwellenländer bereits Ende der neunziger Jahre durchmachen mussten? Wir halten dies für unwahrscheinlich. Es gibt zwar ausreichende Gründe, die auf kurze Sicht für anhaltende Nervosität an den Märkten sorgen könnten, doch die Schwellenlän-

der sind grundsätzlich weitaus robuster und stärker diversifiziert als vor 15 Jahren.

### 2013 IST NICHT 1997

Blicken wir einmal zurück auf die Krise, die Ende der neunziger Jahre Südostasien erfasste und sich anschließend auf andere Regionen ausbreitete. Das industrielle „Wunder“ der Schwellenländer im vorangegangenen Jahrzehnt war spektakulär, aber aus den folgenden drei Gründen grundsätzlich fragil: (1) Es wurde überwiegend kurzfristig mit ausländischem Kapital finanziert (was – nebenbei erwähnt – vom IWF und der Weltbank nachdrücklich unterstützt wurde). (2) Es beruhte auf festen Wechselkursparitäten, die sich nach dem Anstieg des Inflationsniveaus in der Region infolge der Kapitalzuflüsse als überbewertet erwiesen. (3) Die Währungsreserven der Zentralbanken der Schwellenländer waren zu gering. Als die Konjunkturüberhitzung in eine Krise umschlug, stürzte die Kapitalflucht die Wirtschaft der Schwellenländer infolgedessen in ein erhebliches Chaos. Die Behörden kämpften für eine gewisse Zeit, um ihre Währungen zu verteidigen, erwiesen sich aber als machtlos. Heute ist die Finanzlage der Schwellenländer grundlegend anders, und zwar aus einem entscheidenden Grund: Die Schwellenländer haben aus den schwerwiegenden Folgen der Krise in den neunziger Jahren gelernt und ihr Wachstum in den Jahren 2002 bis 2011 entschieden auf einem anderen

Modell aufgebaut. So haben die asiatischen und lateinamerikanischen Länder das Ausmaß ihrer Auslandsverschuldung (rund 30% des BIP in Südostasien) bewusst begrenzt. Der Wechselkurs der wichtigsten Schwellenländerwährungen ist heute flexibel. Dieser Kombination aus



© Thinkstock

flexiblen Wechselkursen und einer geringen Auslandsverschuldung verdanken sie heute mehr als nur Stabilität: Sie weisen eine Art „Antifragilität“ auf, um die äußerst treffende Wortschöpfung des Epistemologen, Nassim Taleb, zu verwenden. Ihre Währungen können heute abwerten, ohne dass ihre Solvenz gefährdet ist. Eine solche Abwertung dient zur Dämpfung von Schocks, doch darüber hinaus verschafft sie diesen Ländern letztendlich auch einen externen Wettbewerbsvorteil. Dieser wiederum trägt automatisch zur Genesung ihrer Außenbilanzen bei (an eben diesem Vorteil mangelt es heute den Defizitländern der Eurozone). Dennoch würde sich ein Währungsverfall äußerst destabilisie-



rend auf das betreffende Land auswirken (auch Anti-Fragilität hat ihre Grenzen). Der andere radikale Fortschritt gegenüber 1997 besteht darin, dass die meisten Schwellenländer heute auf beträchtliche Währungsreserven zurückgreifen können, um das Schlimmste zu verhindern. Die Reserven von Indien, Malaysia und Thailand liegen beispielsweise heute bei 16%, 46% bzw. 47% des BIP im Vergleich zu 7%, 19% bzw. 18% im Jahr 1997. Schließlich verhindern auch die niedrigen

## „DAS WESENTLICHE THEMA DER SCHWELLENLÄNDER BESTEHT NICHT IN IHREN BILANZEN SONDERN IM WACHSTUM“

Rohstoffpreise (außer Energie – wir werden darauf zurückkommen) und das schwache Wachstum der Weltwirtschaft einen inflationären Währungsverfall.

### GUTE GRÜNDE, SELEKTIV ZU SEIN

In Zeiten, in denen Besorgnis herrscht und ein Liquiditätsentzug in Aussicht steht, neigen die Märkte dazu, die langfristigen Fundamentaldaten anzugreifen. Infolgedessen ist es angebracht, sich vor übermäßigen Korrekturen in Acht zu nehmen, die in den Schwellenländern noch erfolgen könnten. Dies gilt insbesondere für Länder wie Indien oder die Türkei, deren hohe Leistungsbilanzdefizite sich stark belastend auf ihre Währungen auswirken und sich im Falle eines abrupten Energiekostenanstiegs noch verschärfen würden. Doch falls es nicht zu einem unkontrollierten Einbruch der weltweiten Liquiditätsbedingungen kommt, ist das Hauptthema der Schwellenländer folglich nicht deren Finanzen. Es bleibt die Frage des Wachstums. Den Hintergrund bilden das anhaltend schwache Wachstum der Industrieländer und die Wiederherstellung des Gleichgewichts der chinesischen Wirtschaft (die heute für niemanden mehr eine Überraschung darstellen dürfte!). Wir dürfen uns keinen Illusionen hingeben: Im Westen ist aufgrund des dringend notwendigen Schuldenabbaus nur eine moderate Erholung möglich. Für die chinesische

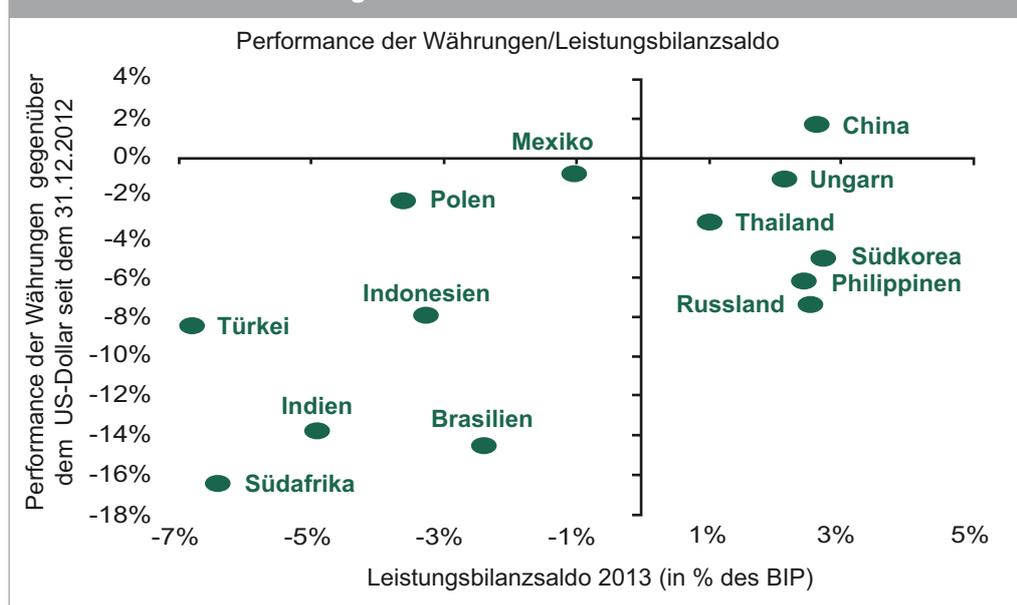
Wirtschaft ist aufgrund der Maßnahmen zur Wiederherstellung des Gleichgewichts und der Sanierung ihrer Finanzierungskanäle unseren Analysen zufolge mit einem Realwachstum zu rechnen, das ganz sicher unter den offiziell genannten 7,5% liegt. Doch dieses Umfeld bedeutet nicht zwangsläufig, dass alle Schwellenländer sich im Verhältnis zu den Industrieländern in einer ungünstigen Lage befinden. Einige Beispiele: Es ist ganz klar, dass infolge der wirtschaftspolitischen Maßnahmen in China eine der wichtigsten Nachfragequellen für brasilianische Rohstoffe versiegen wird. Ebenso klar ist, dass sie eine stärkere Nachfrage bei Dienstleistern oder Konsumgüterherstellern nach sich ziehen werden (vor Ort, in Korea, Taiwan usw.). Ein weiteres Beispiel: Mexiko wird vollumfänglich vom Konjunkturaufschwung in den Vereinigten Staaten profitieren, wenn dieser Formen annimmt, ebenso wie vielen asiatischen Ländern der Aufschwung der japanischen Binnenwirtschaft zugute kommen wird. Jedes Land muss weiterhin seine wichtigsten Trümpfe ausspielen, seine Positionierung an das veränderte weltweite Wirtschaftsumfeld anpassen und wettbewerbsfähiger werden. Darin liegt übrigens ein entscheidendes Erfolgskriterium, das den europäischen Ländern wohlvertraut ist: Reformfähigkeit. Von diesem Standpunkt wäre es untertrieben zu sagen, dass Indien und Brasilien enorme Enttäuschungen sind, die sich in wahlpolitischen Fragen verstrickt haben. Länder wie Mexiko oder Kolumbien hingegen machen wirkliche Fortschritte,

ebenso wie China, das unter Führung von Li Keqiang kein Geheimnis aus seinem Voluntarismus macht.

Wie bereits in unserer letzten Note angesprochen, stellt die Einleitung einer Normalisierung der Geldpolitik bei der weiterhin fragilen amerikanischen und weltweiten Wirtschaftslage für die Fed eine gewaltige Herausforderung dar. Insbesondere in den Schwellenländern bleiben Märkte und Währungen volatil, solange die doppelte Unsicherheit in Bezug auf Wachstum und Liquidität besteht. In unseren globalen Aktienportfolios haben wir unser Exposure in Schwellenländern zu Beginn des Sommers auf weniger als 20% reduziert. Davon entfallen weniger als 6% auf Indien, Brasilien und die Türkei. Das Währungsrisiko ist vollumfänglich abgesichert. Mittelfristig jedoch wird das von Wachstumshunger geprägte Konjunkturmilieu den Anlegern die Vorzüge der neuen Länder jedoch wieder vor Augen führen, die ihre Widerstandsfähigkeit in dieser turbulenten Zeit unter Beweis gestellt haben.

Redaktionsschluss: 02.09.2013

### Schwellenländer: Leistungsbilanzdefizite stellen einen Risikofaktor dar



Quelle: Credit Suisse, Juli 2013



### DEVISEN

Die Normalisierung der Geldpolitik der amerikanischen Zentralbank stellte für die Währungen der Schwellenländer mit Leistungsbilanzdefiziten logischerweise eine Belastung dar. Wir haben uns zu Beginn des Sommers durch Absicherungsstrategien auch die wichtigsten und risikobehafteten Währungen in unseren Portfolios gewappnet. Dies gilt insbesondere für die brasilianische, indische und türkische Währung. Diese Absicherungspositionen haben wir im August beibehalten. Der Dollar profitierte Ende August von seinem Status als Fluchtwährung und wertete gegenüber dem Euro leicht auf. Wir haben diese Aufwertung genutzt, um Gewinne mitzunehmen, und haben unser Dollarexposure bei Carmignac Patrimoine auf 43% und bei Carmignac Investissement auf 67% reduziert.



### ANLEIHEN

Die amerikanischen Zinsen zogen im August im Anschluss an die Ankündigung einer Drosselung der Anleihenkäufe durch die Fed ab September an. Am Ende des Monats hingegen trugen die geopolitischen Spannungen um Syrien zu einer Umkehr dieses Trends bei. Unsere Arbitragestrategie, die Segmente mit attraktiven Renditeaufschlägen bevorzugt (insbesondere Unternehmensanleihen oder italienische und spanische Staatsanleihen), und die Absicherung gegen das Zinsrisiko haben sich ausgezahlt. Wir haben also bei allen Fonds an unserer zurückhaltenden modifizierten Duration festgehalten: Ende August lag sie für Carmignac Patrimoine bei -2,1, für Carmignac Global Bond bei -1,9, für Carmignac Sécurité bei 0,8, für Carmignac Emerging Patrimoine bei +2,4 und für Carmignac Global Plus bei 0,6%.



### AKTIEN

Das Ende des Monats August war durch eine deutliche Zunahme der Risikoaversion bei Anlegern gekennzeichnet: Nach dem deutlichen Rückgang im Juli stieg die Volatilität wieder stark an und erreichte seit Jahresbeginn einen neuen Höchststand. Dieses Phänomen lässt sich durch eine Kombination mehrerer Elemente erklären: durchwachsene makroökonomische Daten, die Unruhen im Nahen Osten und schließlich die Unsicherheit, die durch die erneuten Diskussionen über die für Oktober vorhergesehene Anhebung der Schuldenobergrenze der Vereinigten Staaten geweckt wurde. Diesen August, der von Kursrückgängen an den meisten Aktienmärkten geprägt war, sind wir, wie auch schon im zweiten Quartal, noch selektiver geworden. Wir bevorzugen weiterhin Konzerne, die sich als Weltmarktführer positionieren konnten und sich durch eine breite geografische Diversifizierung sowie einen einfachen Zugang zu Finanzierungsmöglichkeiten auszeichnen. Daneben schränken wir unsere Anlagen in Schwellenländern auf Werte mit hohem Wachstumspotenzial ein und konzentrieren uns dabei auf die Länder mit den besten Fundamentaldaten. Das Wachstum in den Vereinigten Staaten und die Reflation in Japan machen weiterhin Positionen von bedeutendem Umfang aus.



### ROHSTOFFE

Carmignac Commodities verzeichnete im August weiterhin ein leichtes Plus. Angesichts des weltweiten Abwärtstrends an den Börsen profitierte der Fonds von seiner starken Position im Energiesektor. Dennoch blieb er hinter seinem Referenzindex zurück, der vom deutlichen Aufschwung der Bergbau- und Metalltitel profitierte, in die wir kaum investiert sind. Wir haben unsere Positionen im Energiesektor durch die Aufnahme von Pioneer Natural, einem amerikanischen Explorations- und Produktionsunternehmen, weiter aufgestockt.



### DACHFONDS

Unsere Dachfonds verzeichneten im Laufe des Sommers ein leichtes Minus. Die zu Beginn des Sommers eingeleitete Reduzierung des Exposures wurde Ende August deutlich verstärkt. Infolge dieser Entscheidung, die unsere relative Performance im Juli noch belastet hatte, konnten unsere Dachfonds die Korrektur auf den Aktienmärkten im August abfedern.

## FONDS PERFORMANCE

	NAV	2013	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre
<b>Carmignac Investissement A EUR acc</b> <i>MSCI AC WORLD NR (EUR)</i>	<b>919,04</b>	<b>4,14%</b> 8,80%	<b>7,92%</b> 9,71%	<b>13,46%</b> 27,69%	<b>34,44%</b> 22,26%
<b>Carmignac Grande Europe A EUR acc</b> <i>Stoxx 600 NR (EUR)</i>	<b>146,29</b>	<b>1,05%</b> 8,94%	<b>4,08%</b> 14,44%	<b>14,50%</b> 21,24%	<b>2,26%</b> 5,73%
<b>Carmignac Euro-Entrepreneurs A EUR acc</b> <i>Stoxx Small 200 NR (EUR)</i>	<b>209,50</b>	<b>4,83%</b> 11,31%	<b>11,68%</b> 19,93%	<b>31,94%</b> 30,21%	<b>8,73%</b> 23,53%
<b>Carmignac Emergents A EUR acc</b> <i>MSCI Emerging Markets NR (EUR)</i>	<b>667,20</b>	<b>-11,71%</b> -10,21%	<b>-7,07%</b> -4,38%	<b>4,99%</b> -5,84%	<b>25,66%</b> 10,65%
<b>Carmignac Emerging Discovery A EUR acc</b> <i>50% MSCI EM Mid Cap NR (EUR) + 50% MSCI EM Small Cap NR (EUR)</i>	<b>1 033,71</b>	<b>-6,02%</b> -8,40%	<b>-1,41%</b> -2,63%	<b>0,41%</b> -8,99%	<b>23,78%</b> 26,68%
<b>Carmignac Commodities A EUR acc</b> <i>Index Carmignac Commodities*</i>	<b>260,78</b>	<b>-10,30%</b> -5,34%	<b>-11,52%</b> -4,17%	<b>-16,41%</b> -1,35%	<b>-20,00%</b> -8,97%
<b>Carmignac Patrimoine A EUR acc</b> <i>50% MSCI AC WORLD NR (EUR) + 50% Citigroup WGBI All Maturities (EUR)</i>	<b>543,33</b>	<b>-1,36%</b> 1,98%	<b>-1,08%</b> 0,01%	<b>4,49%</b> 13,49%	<b>33,86%</b> 36,26%
<b>Carmignac Emerging Patrimoine A EUR acc</b> <i>50% JPMorgan GBI-EM Global Diversified Composite Unhedged (EUR) + 50% MSCI EM NR (EUR)</i>	<b>97,30</b>	<b>-13,33%</b> -10,84%	<b>-10,53%</b> -7,03%	-	-
<b>Carmignac Euro-Patrimoine A EUR acc</b> <i>50% Euro Stoxx 50 NR (EUR) + 50% Eonia kapitalisiert</i>	<b>299,57</b>	<b>-0,18%</b> 2,95%	<b>-0,58%</b> 7,19%	<b>16,08%</b> 4,44%	<b>11,40%</b> -2,65%
<b>Carmignac Profil Reactif 100 A EUR acc</b> <i>MSCI AC WORLD NR (EUR)</i>	<b>170,14</b>	<b>-1,54%</b> 8,80%	<b>1,75%</b> 9,71%	<b>11,65%</b> 27,69%	<b>6,76%</b> 22,26%
<b>Carmignac Profil Reactif 75 A EUR acc</b> <i>75% MSCI AC WORLD NR (EUR) + 25% Citigroup WGBI All Maturities (EUR)</i>	<b>191,92</b>	<b>-1,58%</b> 5,39%	<b>0,19%</b> 4,83%	<b>9,28%</b> 20,55%	<b>11,36%</b> 31,84%
<b>Carmignac Profil Reactif 50 A EUR acc</b> <i>50% MSCI AC WORLD NR (EUR) + 50% Citigroup WGBI All Maturities (EUR)</i>	<b>161,88</b>	<b>-2,54%</b> 1,98%	<b>-2,46%</b> 0,01%	<b>5,43%</b> 13,49%	<b>12,23%</b> 36,26%
<b>Carmignac Global Bond A EUR acc</b> <i>JP Morgan Global Government Bond Index</i>	<b>1 087,11</b>	<b>-4,77%</b> -5,05%	<b>-6,84%</b> -9,95%	<b>4,20%</b> -0,19%	<b>10,25%</b> 35,71%
<b>Carmignac Securite A EUR acc</b> <i>Euro MTS 1-3 years</i>	<b>1 639,70</b>	<b>0,82%</b> 0,91%	<b>2,58%</b> 2,54%	<b>6,60%</b> 5,17%	<b>23,39%</b> 16,19%
<b>Carmignac Capital Plus A EUR acc</b> <i>Eonia kapitalisiert</i>	<b>1 126,79</b>	<b>1,93%</b> 0,05%	<b>3,83%</b> 0,08%	<b>9,10%</b> 1,37%	<b>11,48%</b> 3,59%
<b>Carmignac Court Terme A EUR acc</b> <i>Eonia kapitalisiert</i>	<b>3 757,56</b>	<b>0,12%</b> 0,05%	<b>0,14%</b> 0,08%	<b>1,67%</b> 1,37%	<b>4,22%</b> 3,59%

\*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 AC World Food Products NR (EUR)

Quelle : Carmignac Gestion zum 30/08/2013.

Es wird darauf hingewiesen, dass die Wertentwicklung in der Vergangenheit kein zwingender Hinweis auf den künftigen Wertverlauf und über die Zeit nicht konstant ist. Dieses Dokument stellt weder eine Anlageberatung noch eine Finanzanalyse. Carmignac Gestion haftet weder für Entscheidungen, die auf Grundlage einer in diesem Dokument enthaltenen Information getroffen wurden oder nicht. Bis zum 31/12/2012 wurden die Referenzindikatoren für Aktien ohne reinvestierende Dividenden berechnet. Seit dem 01/01/2013 werden diese inklusive reinvestierender Dividenden berechnet und ihre Performance wird gemäß des Verkettungsverfahrens dargestellt.