



## ALL YOU NEED IS GROWTH

**Von Didier Saint-Georges**

Mitglied des Investmentkomitees  
Managing Director

*There's nothing you can do that can't be done...  
No one you can save that can't be saved, it's easy...*

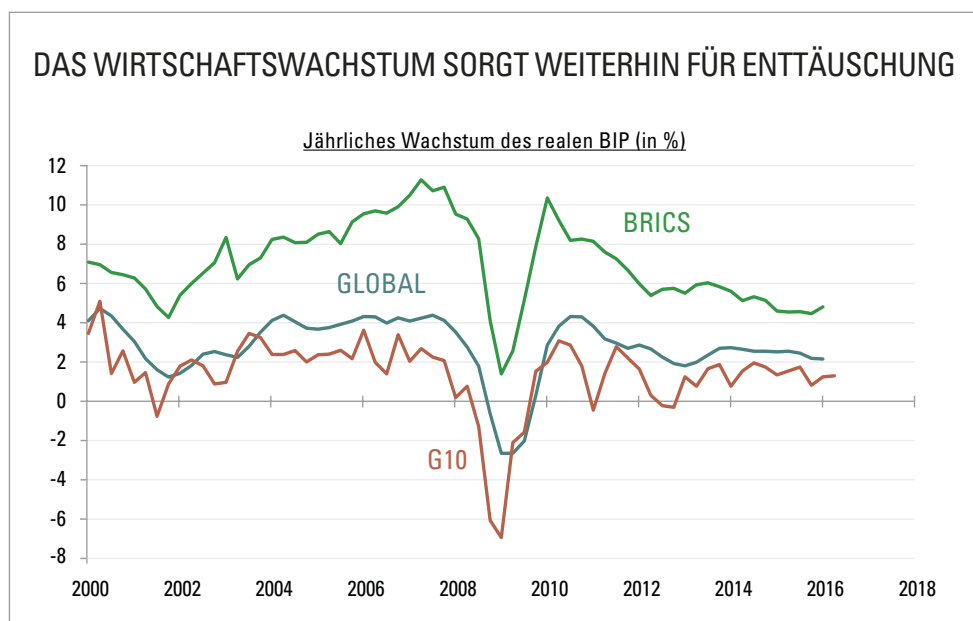
**The Beatles**

Nach Jahren der quantitativen Lockerung und beispiellos niedriger Zinsen konnten die Zentralbanken dennoch nicht verhindern, dass das Wachstum seit acht Jahren fast überall auf der Welt Jahr für Jahr enttäuschend ausfällt. Aus dem Scheitern der Geldpolitik ergeben sich drei Schlussfolgerungen. Die erste ist noch die harmloseste: Die außergewöhnlichen geldpolitischen Maßnahmen, die eigentlich als vorübergehende Reaktion auf die

“

*Das Scheitern der Zentralbanken wirft die Frage auf, ob jetzt fiskalpolitische Impulse notwendig sind.*

”



große Finanzkrise gedacht waren, werden langsam zum Dauerzustand. Die Zentralbanken sind gezwungen, an ihrer ultralockeren Geldpolitik festzuhalten. Das freut die Märkte. Das Problem für die Realwirtschaft ist allerdings, dass der positive Effekt sinkender Zinsen mehr und mehr nachlässt, wenn bereits ein extrem niedriges Zinsniveau erreicht ist. Die zweite Konsequenz ist ein Anstieg des wirtschaftlichen Risikos. Selbst wenn die Zinsen ewig niedrig

blieben, wäre es aufgrund des fehlenden nominalen Wachstums nicht möglich, die finanziellen Ungleichgewichte in den Ländern zu reduzieren. Gleichzeitig ist das Geschäftsmodell der Banken ins Wanken geraten. Die Frage der Schuldentragfähigkeit und die Schwäche des Bankensektors stellen angesichts des schwachen Wachstums letztlich ein erhebliches Risiko für die Finanzstabilität weltweit dar. Dieses Risiko wird noch durch die Gefahr für die Glaubwürdigkeit der Zentralbanken verstärkt,

die ihr Heil in einer unkontrollierten Flucht nach vorn suchen.

Dies führt zur dritten Konsequenz des Scheiterns der Zentralbanken: Der Druck auf die Regierungen, das Heft in die Hand zu nehmen und mit ihrer Haushalts- und Steuerpolitik für Impulse zu sorgen, nimmt zu. Das Wirtschaftswachstum dürfte vor dem Hintergrund der zahlreichen anstehenden Wahlen ins Zentrum der politischen Debatten rücken. Und unter dem Druck der Bevölkerung, die sich vielerorts seit acht Jahren von der Politik im Stich gelassen fühlt, dürften von überall her Rufe nach Konjunkturmaßnahmen laut werden.

Für die Anleihe- und Aktienmärkte wäre dies ein Paradigmenwechsel nach acht Jahren, in denen die Preise von Finanzanlagen hauptsächlich durch die Geldpolitik der Zentralbanken bestimmt wurden. Dieses, bisher noch hypothetische Szenario sollten Anleger daher im Rahmen des Risikomanagements berücksichtigen.

### Wende in der Haushaltspolitik?

Das Wachstum in den USA wurde seit Jahresbeginn vor allem von den privaten Konsumausgaben getragen. Wie von uns erwartet (siehe Carmignac's Note vom April 2016 „Tanz auf dem Vulkan“), haben sich die Investitionen des Privatsektors angesichts des Rückgangs der Margen der Unternehmen und der hohen ungenutzten Produktionskapazitäten weiter abgeschwächt. Da dieselben Ursachen die gleichen Wirkungen erzeugen, gibt es keinen Grund, in nächster Zeit von einer Erholung der Investitionen auszugehen. Der Konsum könnte hingegen allmählich unter den steigenden Mieten und

Gesundheitskosten leiden, wobei ein geringeres Verbrauchervertrauen zu einem Anstieg der Sparquote führen könnte. Die US-Konjunktur dürfte sich daher durchaus abkühlen - mittelfristig bei einem potenziellen Wachstum kaum über 1%. Darüber hinaus liegt der Anteil der öffentlichen Bauausgaben am BIP in den USA im Vorfeld der Präsidentschaftswahlen auf einem historischen Tiefstand (niedrigster Stand seit 40 Jahren). Es überrascht daher nicht, dass Hillary Clinton ein Wirtschaftsprogramm mit öffentlichen Investitionen in Höhe von 275 Milliarden US-Dollar über einen Zeitraum von

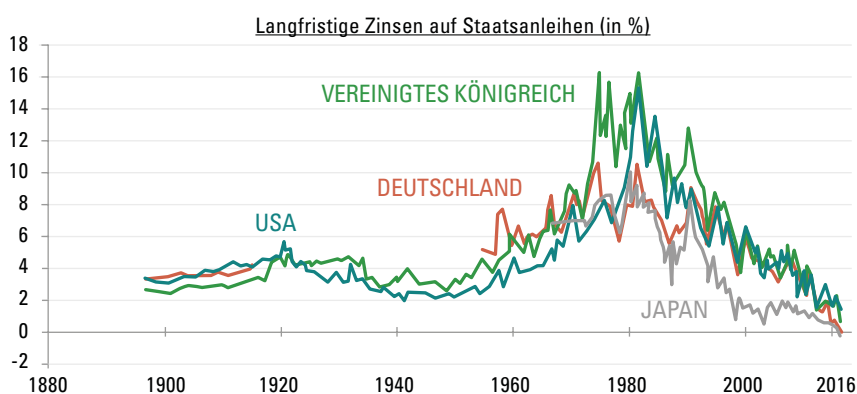
fünf Jahren vorgelegt hat, um die schwachen privaten Investitionen auszugleichen. Das Gleiche gilt für die Aussage von Donald Trump, es sei notwendig, ein neues Konzept für die gesamte Infrastruktur des Landes zu entwickeln. Diese Bemerkung Trumps steht zwar im Widerspruch zu seinem Versprechen, die Steuern drastisch zu senken. Es gibt aber eindeutig einen Überbietungswettbewerb der Präsidentschaftskandidaten, die Maßnahmen zur Ankurbelung der Konjunktur versprechen.

Anfang August wurde in Japan ein neues staatliches Konjunkturprogramm im geschätzten Umfang von 275 Milliarden US-Dollar (28.000 Milliarden Yen) angekündigt. Es bleibt abzuwarten, ob dieses Volumen tatsächlich realisiert wird. Es handelt sich aber in jedem Fall um einen fundamentalen Wandel der Prioritäten. Gerade im Vergleich zur verhängnisvollen Entscheidung im Jahr 2014, als die Verbrauchssteuer auf 8% angehoben wurde, was die japanische Wirtschaft drastisch einbrechen ließ.

In Großbritannien wird der neue Finanzminister Philip Hammond wahrscheinlich ein staatliches Investitionsprogramm ankündigen, um die negativen Auswirkungen des Brexit-Votums auf die Wirtschaft auszugleichen. In der Eurozone bleibt der Handlungsspielraum dadurch gekennzeichnet, dass einerseits Deutschland einen Haushaltsüberschuss von 18,5 Milliarden Euro (1,2% des BIP) für das erste Halbjahr bekannt gegeben hat und andererseits der Rest der Eurozone übermäßige Defizite aufweist. Wegen der Bedrohung für das Wachstum infolge der britischen Brexit-Entscheidung könnte sich die Europäische Kommission indes toleranter gegenüber Staaten zeigen, die gegen die strengen Regeln des Stabilitätspakts verstoßen. Was Deutschland betrifft, könnte sich

“  
*Es besteht derzeit eine für die Anleihemärkte ungünstige asymmetrische Verteilung der Risiken.*  
”

### ZINSSÄTZE AUF HISTORISCHEN TIEFSTSTÄNDEN



Quelle: DataStream, Federal Reserve, BoE, GFD

die Konjunktur des Landes schon bald abschwächen. Dies und die Ermutigungen durch Institutionen wie dem IWF könnten die Regierung Merkel dazu veranlassen, ihre historische Abneigung zu überwinden, ihre Steuerzahler - und damit auch die Wähler im nächsten Jahr - etwas mehr an den Früchten der guten Haushaltsführung teilhaben zu lassen. Zu denken ist hier an Steuersenkungen oder Ausgabenerhöhungen.

### **Welche Konsequenzen ergeben sich dadurch für die Märkte?**

Diese Verlagerung der Unterstützung von der Geld- zur Fiskalpolitik ist jedoch noch lange nicht vollzogen. In den USA werden die Versprechungen möglicherweise größer als die Taten ausfallen. Dies ist vor allem der Fall, wenn die Republikaner bei den Kongresswahlen, die ebenfalls im November dieses Jahres stattfinden, wieder die Mehrheit erringen. In Europa und Japan würde eine stärkere Abkehr von der orthodoxen Finanzpolitik einen politischen Mut erfordern, den wir nicht mehr gewohnt sind.

Diese Skepsis zeigt sich auch an den Anleihemärkten: die Renditen dreißigjähriger US-Staatsanleihen liegen am Ende des Sommers nach wie vor in der Nähe historischer Tiefstände. An den Aktienmärkten lässt die Outperformance von Industriewerten und zyklischen Titeln nach den Tiefständen von Januar und Februar hingegen hoffen. Im Falle einer enttäuschenden wirtschaftlichen Entwicklung dürften sich die Anleihemärkte positiv entwickeln. Bei den aktuellen Niveaus wäre das Potenzial für weitere Gewinne allerdings sehr begrenzt. An den Aktienmärkten würden zyklische Werte leiden und defensivere Titel stärker nachgefragt. Überzeugende fiskalpolitische Maßnahmen würden den Aktienmärkten hingegen die derzeit benötigte Unterstützung bieten, auch wenn zyklische Werte bereits in Erwartung einer solchen Entwicklung deutlich profitiert hätten. Der Anleihemarkt wäre wiederum äußerst anfällig, vor allem, wenn bis zum Ende des Jahres in den USA ein leichter Inflationsdruck entsteht, zusätzlich zum Ende des Deflationsschocks, der durch den Einbruch des

Ölpreises im Jahr 2015 ausgelöst wurde.

Es besteht daher zurzeit eine für die Anleihemärkte ungünstige asymmetrische Verteilung der Risiken. Andererseits bleiben die Aussichten für die Aktien- und Anleihemärkte bei einer Fortsetzung der sehr expansiven Geldpolitik und angesichts möglicher Konjunkturpakete weiterhin günstig. Aus diesem Grund halten wir auch weiterhin an unserem Exposure in diesen Märkten fest. Dennoch ist zu beachten, dass diese Anlageklassen in Mitleidenschaft gezogen würden, falls die Zinsen unter Druck geraten sollten. Vor diesem Hintergrund werden wir in den nächsten Monaten besonders aufmerksam auf die Entwicklungen im Bereich der Geld- und Fiskalpolitik blicken.

*The Long and Winding Road  
Will never Disappear...*

*Letzte Überarbeitung am 31/08/2016*

# Anlagestrategie

## Devisen



Der Devisenmarkt entwickelte sich im Sommer ruhig. Der Dollar und der Yen blieben relativ stabil gegenüber dem Euro, und das britische Pfund schwächte sich nur leicht weiter ab. Bemerkenswert war im August vor allem die erneute Abwertung der chinesischen Währung. Unsere Währungsstrategie profitierte dank unserer Verkaufspositionen auf den Renminbi und unserer Absicherungen auf das britische Pfund von diesem Umfeld. Darüber hinaus hielten wir an unserer ausgeglichenen Allokation zwischen dem Euro und dem US-Dollar sowie an unserer kleinen Position auf den Yen fest.

## Anleihen



Die Kreditspreads gingen im Laufe des Sommers weiter zurück, was sich positiv auf unsere Positionen in Unternehmensanleihen auswirkte. Dies nutzten wir, um Ende August einen Teil der Gewinne mitzunehmen. Die Renditen von Staatsanleihen blieben nach ihrer Rallye im Juni hingegen insgesamt stabil. Vor diesem Hintergrund konnten wir dank der Verstärkung unserer Allokation in Staatsanleihen

Rendite erzielen, da weitere Zuwächse ausblieben. Da wir erwarten, dass die Inflation in den USA weiter allmählich ansteigt, haben wir für das Management dieses Risikos Verkaufspositionen auf US-Zinsen eröffnet. Wir haben daher eine moderate modifizierte Duration.

## Aktien



Nach der starken Erholung im Juli legten die Aktienmärkte im August moderater zu. Die stärkste Performance verzeichneten die Märkte der Schwellenländer dank der Stabilisierung der chinesischen Wirtschaft und der Erholung der Rohstoffpreise. Die positive Liquiditätssituation nach dem Brexit-Votum (negative Realzinsen und eine erneute quantitative Lockerung in Großbritannien) hatte uns dazu veranlasst, unsere Positionen in Aktien ab Juni deutlich zu erhöhen, um voll von dieser Erholung zu profitieren. Wir haben im August auch unser Exposure in den Schwellenländern aufgestockt. Des Weiteren haben wir eine aktive Titelauswahl betrieben, indem wir unsere Gewinne bei Technologiewerten wie LinkedIn und Liberty Global mitgenommen und neue Unternehmen mit intaktem Aufwärtspotenzial wie Charter Communications in das Portfolio aufgenommen haben. Und schließlich haben wir Positionen in Zementunternehmen wie Cemex und Lafarge-Holcim aufgebaut, die von einer Erholung der Infrastrukturinvestitionen profitieren dürften. Ein selektives Vorgehen bleibt vor dem Hintergrund des schwachen und unsicheren globalen Wachstums somit entscheidend.

## Rohstoffe



Nach der starken Performance vom Juli trat der Carmignac Portfolio Commodities im August auf der Stelle. Wir haben die Selektivität bei Erdölwerten erhöht und uns von mehreren Titeln getrennt, darunter Gran Tierra, Hunting und Bankers Petroleum. Wir konzentrieren uns beim Portfolioaufbau nach wie vor auf Titel, die über den gesamten Konjunkturzyklus attraktive Cashflows generieren dürften und sich daher durch eine geringe Sensitivität gegenüber kurzfristigen Marktbebewegungen auszeichnen.

## Dachfonds



Unsere Dachfonds haben stark von der Erhöhung ihres Exposures profitiert und im Juli deutliche Kurszuwächse verzeichnet. Im August bewegten sie sich dagegen seitwärts. Wir bleiben bei einer ausgewogenen Positionierung, sowohl was die regionale Allokation als auch die Währungsallokation betrifft, um weiter eine kontrollierte Volatilität zu managen.

Dieses Dokument darf weder ganz noch teilweise ohne vorherige Genehmigung durch die Verwaltungsgesellschaft reproduziert werden. Es stellt weder ein Zeichnungsangebot noch eine Anlageberatung dar. In diesem Dokument enthaltene Informationen können unvollständig sein und ohne Vorankündigung geändert werden. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung. Die Studie über das/die vorgestellte(n) Finanzinstrument(e) wurden nicht im Einklang mit den gesetzlichen Bestimmungen zur Förderung der Unabhängigkeit der Finanzanalysen erstellt. Die Verwaltungsgesellschaft unterliegt nicht dem Verbot einer Durchführung von Transaktionen in dem betreffenden Instrument vor Veröffentlichung der Mitteilung. Diese Beurteilung dient als Beispiel, um bestimmte Werte, die in den Portfolios der Carmignac-Fondspalette enthalten sind bzw. waren, vorzustellen, und stellt keine Werbung für Direktanlagen in diesen Instrumenten dar. Die Portfolios der Carmignac-Fondspalette können ohne Vorankündigung geändert werden. Für bestimmte Personen oder Länder kann der Zugang zu den Fonds beschränkt sein. Sie dürfen insbesondere weder direkt noch indirekt einer „US-Person“ wie in der US-amerikanischen „S Regulation“ und/oder im FATCA definiert bzw. für Rechnung einer solchen US-Person angeboten oder verkauft werden. Die Fonds sind mit einem Kapitalverlustrisiko verbunden. Bei sämtlichen im vorliegenden Dokument genannten Wertentwicklungen handelt es sich um die der Anteile A EUR acc unserer Fonds. Die Risiken und Kosten sind in den Wesentlichen Anlegerinformationen (WAI) / im Kundeninformationsdokument (KID) beschrieben. Die Prospekte, WAI / KID und Jahresberichte der Fonds stehen auf der Website [www.carmignac.de/](http://www.carmignac.de/) zur Verfügung und sind auf Anforderung bei der Verwaltungsgesellschaft bzw. in Österreich bei der Ersten Bank der österreichischen Sparkassen AG OE 01980533/ Produktmanagement Wertpapiere, Petersplatz 7, 1010 Wien, erhältlich. Die Wesentlichen Anlegerinformationen / die Kundeninformationsdokumente sind dem Zeichner vor der Zeichnung auszuhändigen. • In der Schweiz, die Prospekte, WAI und Jahresberichte stehen auf der Website [www.carmignac.ch](http://www.carmignac.ch) zur Verfügung und sind bei unserem Vertreter in der Schweiz erhältlich, CACEIS (Switzerland) SA, Route de Signy 35, CH-1260 Nyon.

**Carmignac Gestion**, 24 place Vendôme - 75001 Paris. Tel: (+33) 01 42 86 53 35 - Fax: (+33) 01 42 86 52 10. Vermögensverwaltungsgesellschaft, (AMF-Zulassungsnummer GP 97-08 vom 13/03/1997), Aktiengesellschaft mit einem Grundkapital von 15.000.000 Euro - Handelsregister Paris B 349 501 676. • **Carmignac Gestion Luxembourg**, City Link, 7 rue de la Chapelle - L-1325 Luxembourg. Tel: (+352) 46 70 60 1 - Fax: (+352) 46 70 60 30. Tochtergesellschaft der Carmignac Gestion, OGAW-Verwaltungsgesellschaft (CSSF-Zulassungsnummer vom 10/06/2013), Aktiengesellschaft mit einem Grundkapital von 23.000.000 Euro - Handelsregister Luxembourg B67549.