



VON DIDIER SAINT-GEORGES

Mitglied des Investmentkomitees

Ohne den Anspruch zu haben, eine politische Analyse durchzuführen, sollte sich jeder europäische Anleger, der den Anstieg der Aktienmärkte um über 50% in den vergangenen zwei Jahren betrachtet, Gedanken über die Bedeutung der Wahlen vom 25. Mai machen. Indem die europäische Bevölkerung rund 140 europafeindliche Abgeordnete ins Europäische Parlament geschickt hat, was 25% der Sitze entspricht, hat sie ein Maß an Protest zum Ausdruck gebracht, das es seit der Gründung der Union vor zweiundzwanzig Jahren nicht gegeben hat. Denn nach fünf Jahren der Krise vermittelt die Realwirtschaft insgesamt einen katastrophalen Eindruck: ein durchschnittliches Wachstum von unter 1%, eine Arbeitslosenquote von fast 12%, was 26 Millionen betroffenen Bürgern entspricht. Diese Situation trägt logischerweise zum

„DIE ERGEBNISSE DER EUROPÄISCHEN UNTERNEHMEN LIEGEN ERST BEI 55% IHRER VORKRISENNIVEAUS“

Erfolg der populistischen Rhetorik mit ihrer Flut von Pauschalkritik am Markt, an Brüssel, an Frankfurt, an den Banken, den Reichen, den Immigranten usw. bei. Die Regierungen dürfen diese Warnschüsse nicht einfach überhören. Und dem Anleger bleibt das Nachdenken über mangelnde Wachstumsdynamik in Europa nicht erspart.

Es ist offensichtlich, dass die Bekämpfung der Krise in den USA viel schneller einsetzte als in Europa. Dennoch waren die Lehren aus den Beispielen Schweden und Japan aus den 1990er Jahren allen zugänglich. Doch wurden sie in den USA offensichtlich deutlich besser berücksichtigt (insbesondere die Notwendigkeit, die Banken schnell wieder auf die Beine zu bringen, damit eine extrem akkommodierende Geldpolitik auch durchschlagen kann). Dieser Rückstand dürfte in Europa jedoch demnächst endlich aufgeholt werden. Zum einen durch den Abschluss der Anpassung der Eigenkapitalquoten der Banken nach der laufenden „Asset Quality Review“ und zum anderen durch die Umsetzung einer radikal unkonventionellen Geldpolitik durch die EZB. Diese stärkere Rolle der Zentralbank ist von grundlegender Bedeutung und bildet eine entscheidende Voraussetzung für die Erholung. Doch um einen Aufschwung der Realwirtschaft zu gewährleisten, braucht es noch mehr.

Mit einer einfachen Feststellung lässt sich der Rückstand der europäischen Wirtschaft zusammenfassen: 2013 lagen die Ergebnisse der europäischen Unternehmen erst bei 55% ihrer Niveaus von 2007 (Ergebnisse pro Aktie der Unternehmen des Eurostoxx 600). Im selben Jahr lagen die Ergebnisse der amerikanischen Unternehmen (die 500 Unternehmen des S&P-Index) um 30% über den Niveaus von vor der Krise. Daher überrascht es nicht, dass die Investitionen, der Konsum und damit


die Beschäftigung in Europa lahm liegen. Eine durch die Kürzung öffentlicher Ausgaben finanzierte Reduzierung der Abgaben, die auf den Unternehmen lasten, ist daher unerlässlich, um die Steigerung der Nettomargen zu unterstützen (die auf dem



© www.thinkstock.com

niedrigsten Niveau seit 2002 liegen, während sie in den USA heute ihren Höchststand erreicht haben). Diese Bemühungen wurden weitgehend eingeleitet (scheinbar sogar in Frankreich!), aber sie können nur allmählich voranschreiten. Was darf man im Hinblick auf die Wirtschaftsleistung der Unternehmen erwarten?

Seit dem Frühjahr ist in der Eurozone eine leichte Erholung der Binnennachfrage zu verzeichnen, was eine Stabilisierung des Haushaltsdrucks begünstigt. Die Tragweite dieser Verbesserung bleibt jedoch durch die Schwäche des Arbeitsmarktes und durch den sehr geringen Haushaltsspielraum der Regierungen begrenzt. Diese lustlose Binnennachfrage



beflügelt somit das Bemühen um externes Wachstum als wichtigsten Hebel für den Aufschwung.

Die spektakuläre Sanierung der Leistungsbilanz der Eurozone seit Mitte 2012, die in den letzten Monaten sogar einen historischen Überschuss aufwies, ist ein Indikator für diese Tendenz. Dieser Fortschritt erklärt im Übrigen zum Teil die Robustheit des Euro über diesen Zeitraum, die nur einige Länder durch beeindruckende Steigerungen der Wettbewerbsfähigkeit ausgleichen konnten.

Portugal ist zusammen mit Spanien ein gutes Beispiel für die Wiederherstellung der außenwirtschaftlichen Wettbewerbsfähigkeit durch eine „Abwertung“ seiner Wirtschaft (Senkung der Löhne, Abbau von Arbeitsplätzen). Der reale Wechselkurs des Euro (gemessen an den Lohnkosten) ist für Portugal auf die Niveau von 1999 gesunken, was zu einem starken Anstieg seiner Exporte geführt hat, die heute 15% über den Niveau von 2007 liegen. Diese Fortschritte haben ein Wiederanziehen der Investitionstätigkeit ermöglicht, und das Land hat heute, wie auch Spanien, die Rezession hinter sich gelassen. Zusammen mit den strukturellen Reformen des Arbeitsrechts und der Unternehmensbesteuerung haben diese

„DURCH DIE GERINGE GESCHWINDIGKEIT DER ERHOLUNG BLEIBT EUROPA BESONDERS ANFÄLLIG FÜR EXTERNE SCHOCKS“

Fortschritte Portugal im vergangenen Monat in die Lage versetzt, sich nach Irland aus dem im Mai 2011 eingerichteten internationalen Hilfsprogramm zu lösen. Wir sollten uns jedoch in der Tragweite dieses Erfolgs nicht täuschen. Zunächst können die sozialen Kosten dieser wirtschaftlichen Abwertung, die auch Spanien zu tragen hat, heute keine akzeptable politische Perspektive für andere Länder der Eurozone mehr sein. Deshalb ist ein wettbewerbsfähigerer Euro unverzichtbar geworden. Andererseits entbindet das Verlassen des internationalen Rettungsschirms das Land nicht von der Fortsetzung der Haushaltsdisziplin (selbst wenn die sozialistische Partei, die die Europawahlen in Portugal gewonnen hat, bei den

Wahlen im Oktober 2015 an die Macht kommt, wird das Eindämmen der Staatsverschuldung in Höhe von 130% des BIP den Haushaltsdruck aufrecht erhalten). So können auch die mittlerweile tugendhaften Länder nur eine sehr langsame Erholung des Wachstums ihrer Volkswirtschaften ins Auge fassen, zumal gleichzeitig das Wachstum der Weltwirtschaft nicht anzieht. Wie wir in unserer Note vom April („Bei heiterem Wetter ist die amerikanische Lokomotive besser zu sehen“) bereits vorhergesehen haben, werden die USA gelassen aus ihrem Luftloch des ersten Quartals wieder aufsteigen und 2014 wahrscheinlich ein Wachstum von 2,5% verzeichnen, was deutlich über dem Europas liegt. Doch dieses Tempo wird es im Zusammenspiel mit der Schwäche der Schwellenländer nicht ermöglichen, für die gesamte Eurozone die Flaute der Binnennachfrage durch den Außenhandel zu kompensieren.

„Eine unbestreitbare Integrität ist die höchste Eigenschaft der Führung. Ohne sie ist kein wirklicher Erfolg möglich.“

Dwight D. Eisenhower

Die europäischen Staatslenker haben also keine andere Wahl, als die Managementfehler der Vergangenheit zu korrigieren, indem sie mutig die unerlässlichen strukturellen Reformen fortsetzen (oder in Angriff nehmen). Das Wirtschaftswachstum wird daher im günstigsten Fall weiter durch den Zwang zur Entschuldung belastet bleiben. Doch das Vertrauen der Bürger lässt sich zurückgewinnen durch die Formulierung einer Vision und klarer Maßnahmen. Der Erfolg von Matteo Renzi bei den Europawahlen zeigt, dass dieses Angebot eine glaubwürdige Alternative zur Demagogie ist. Was das europäische Projekt betrifft, zweifelt niemand daran, dass eine Verbesserung seiner Führung unverzichtbar ist, damit man es nicht mehr als eine Last für die Staaten empfindet, sondern als eine Stärke. Wie Michel Barnier es sehr treffend formuliert, wird kein einzelnes europäisches Land ohne die Zugehörigkeit zu einem starken Europa 2050 zu den G8-Staaten gehören. Für den Anleger ist dieselbe klare Zuversicht gerechtfertigt. Wir bleiben im Hinblick auf eine allmähliche Erholung der europäischen Wirtschaft optimistisch, was sich in unseren Positionen in italienischen,

spanischen und portugiesischen Staatsanleihen und in privaten Anleihen aus dem Finanzsektor widerspiegelt. Doch mit einem klaren Blick für die Wachstumsaussichten, die hier bei weitem schwächer sind als anderswo, bleiben wir vorwiegend in Aktien weltweit führender Unternehmen positioniert, die in der Lage sind, einem Deflationsdruck standzuhalten. Deshalb gilt unsere Vorliebe in erster Linie einigen transversalen Themen (insbesondere im Energie-, Technologie- und Gesundheitssektor) sowie sehr dynamischen lokalen Entwicklungen wie beispielsweise in Indien, wo wir die Wahl von Narendra Modi zum Premierminister für einen echten Wandel halten. Wir sind jedoch weiterhin auf der Hut, da Europa durch die geringe Geschwindigkeit der Erholung besonders anfällig für externe Schocks bleibt.

Redaktionsschluss: 3. Juni 2014



DEVISEN

Die Erklärungen von Mario Draghi zu den Auswirkungen des Anstiegs des Euros im Hinblick

auf die Ziele für Inflation und Preisstabilität in der Währungsunion sowie zu den konkreten Maßnahmen, die seitens der europäischen Zentralbank Anfang Juni zu erwarten sind, haben zu einem bedeutenden Rückfluss der gemeinsamen Währung im vergangenen Monat beigetragen. Unsere Währungsstrategie, die den Dollar favorisiert, konnte hiervon in vollem Umfang profitieren. Wir sind dieser Bewegung gefolgt und haben einen Teil der Gewinne aus unserem Exposure gegenüber dem „Greenback“ mitgenommen. Parallel hierzu haben wir vor dem Hintergrund einer geringeren Transparenz bezüglich der Haltung der japanischen Zentralbank unsere Position des Carmignac Patrimoine im japanischen Yen abgebaut (auf ein Gesamt-Exposure von 7,7% zum Monatsende). Ende Mai war unsere Allokation im US-Dollar mit 62% beim Carmignac Patrimoine und 72% beim Carmignac Investissement nach wie vor hoch.



ANLEIHEN

Die Zinsen europäischer Staatsanleihen haben ihren Konvergenzprozess Mitte des Monats

kurz unterbrochen (die deutschen Zinsen fielen auf fast 1,3%, während die italienischen und spanischen Sätze auf über 3% kletterten). Diese heftige Entwicklung, die von enttäuschenden Wachstumszahlen für die Eurozone im ersten Quartal 2014 ausgelöst worden war, wurde in der zweiten Monatshälfte korrigiert. Wir glauben weiterhin an eine Reduzierung der Risikoprämie auf Anleihen der Peripherieländer im Vergleich zu denen der „sicheren Häfen“ und haben daher unsere Positionen in Staatsanleihen Südeuropas beibehalten. Wir haben jedoch das Anziehen der italienischen und spanischen Renditen genutzt, um einen Teil unserer Absiche-

rungen des Zinsrisikos abzubauen (Reduzierung unserer Verkaufspositionen auf amerikanische Staatsanleihen). Wir haben weiterhin Gewinne bei privaten amerikanischen Anleihen mitgenommen, um uns auf private europäische Anleihen zu konzentrieren, insbesondere im Finanzsektor. Zum Monatsende lag die Gesamtduration von Carmignac Patrimoine bei +4,4. Die modifizierte Duration von Carmignac Portfolio Emerging Patrimoine, Carmignac Portfolio Global Bond, Carmignac Sécurité und Carmignac Portfolio Capital Plus lag bei +2,4, +1,0, +1,4 bzw. +2,1.



AKTIEN

Weltweite Aktien verzeichneten im Mai einen weiteren Hausse-Monat, wozu insbesondere

die Schwellenländer beitrugen. Vor dem Hintergrund einer Beruhigung der Spannungen in der Ukraine und der Wahl des Reformers Narendra Modi zum neuen Premierminister Indiens hoben sich Russland und Indien ganz besonders ab. Unsere indischen Positionen in Banken (ICICI), Infrastrukturen (GMR, Larsen&Toubro) oder Konsum (United Spirits) leisteten somit die größten Beiträge zur Performance des Monats. In Europa haben wir die Gewichtung unseres Themas der Stabilisierung der Wirtschaft der Eurozone deutlich reduziert, indem wir die meisten unserer Banktitel (Banca Intesa, Unicredito, Société Générale) nach ihrer bemerkenswerten Kursentwicklung verkauften. Unsere europäischen Positionen bleiben somit auf weltweit führende Unternehmen wie Novartis, Richemont oder Volkswagen konzentriert, die in gut strukturierten Branchen tätig sind und sehr gut in der Lage sind, Preiserhöhungen weiterzugeben. Diese Eigenschaft halten wir angesichts des Deflationsdrucks, unter dem die Eurozone steht, für besonders wichtig.



ROHSTOFFE

Carmignac Portfolio Commodities verzeichnete im Berichtsmonat eine solide Performance

und übertraf erneut seinen Referenzindex. Der Fonds profitiert weiterhin in vollem Umfang von seinem Exposure im Energiesektor. Wir haben zudem weiterhin nach vielversprechenden Werten im Umfeld des Energiesektors gesucht und in sie investiert. So haben wir im Laufe des Monats eine Position in dem schweizerischen Investitionsgütertitel Sulzer eröffnet, ein Unternehmen, das unter anderem Pumpen für die Ölindustrie herstellt.



DACHFONDS

Unsere Dachfonds verzeichneten über den Monat eine positive Performance, wenngleich sie hinter

ihrem Referenzindex zurückblieben. Die Erhöhung des Aktien-Exposures im Laufe des Monats bis zur maximal zulässigen Höhe für jeden Fonds hat zu dieser Performance beigetragen.

FONDS PERFORMANCE

	NAV	2014	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre
Carmignac Investissement A EUR acc	991,24	-1,70%	4,34%	18,86%	42,40%
<i>MSCI AC World NR (Eur)</i>	-	5,24%	11,27%	31,68%	82,83%
Carmignac Portfolio Grande Europe A EUR acc	170,71	8,62%	14,15%	23,92%	62,13%
<i>Stoxx 600 NR (Eur)</i>	-	6,75%	17,60%	28,31%	73,20%
Carmignac Euro-Entrepreneurs A EUR acc	269,60	12,98%	27,49%	52,12%	102,30%
<i>Stoxx 200 Small NR NR (Eur)</i>	-	6,41%	23,04%	30,93%	104,07%
Carmignac Emergents A EUR acc	735,00	3,65%	-1,28%	7,11%	58,11%
<i>MSCI Emerging Markets NR (Eur)</i>	-	4,40%	-0,97%	-4,15%	42,57%
Carmignac Portfolio Emerging Discovery A EUR acc	1 160,29	7,91%	-1,32%	9,34%	65,18%
<i>50% MSCI EM SmallCaps NR (Eur) + 50% MSCI EM MidCaps NR (Eur)</i>	-	6,37%	-2,42%	-3,61%	55,14%
Carmignac Portfolio Commodities A EUR acc	284,97	7,19%	7,10%	-22,91%	24,21%
<i>Carmignac Commodities Index*</i>	-	4,27%	6,34%	-8,51%	29,96%
Carmignac Patrimoine A EUR acc	575,44	0,90%	1,00%	14,33%	22,54%
<i>50% MSCI AC World NR (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>	-	5,22%	6,07%	21,69%	52,82%
Carmignac Portfolio Emerging Patrimoine A EUR acc	101,11	4,28%	-7,82%	0,13%	-
<i>50% MSCI EM NR (Eur) + 50% JP Morgan GBI EM Global diversified</i>	-	5,19%	-3,62%	2,46%	-
Carmignac Euro-Patrimoine A EUR acc	316,55	4,16%	4,01%	15,68%	28,79%
<i>50% EuroStoxx 50 NR (Eur) + 50% Eonia kapitalisiert</i>	-	3,21%	10,30%	10,92%	21,04%
Carmignac Profil Réactif 100 A EUR acc	176,02	-1,52%	-4,12%	16,25%	34,62%
<i>MSCI AC World NR (Eur)</i>	-	5,24%	11,27%	31,68%	82,83%
Carmignac Profil Réactif 75 A EUR acc	196,56	-0,74%	-4,05%	13,93%	25,50%
<i>75% MSCI AC World NR (Eur) + 25% Citigroup WGBI (Eur)</i>	-	5,23%	8,76%	26,95%	67,89%
Carmignac Profil Réactif 50 A EUR acc	165,23	0,71%	-3,22%	10,99%	17,58%
<i>50% MSCI AC World NR (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>	-	5,22%	6,07%	21,69%	52,82%
Carmignac Portfolio Global Bond A EUR acc	1 151,00	5,77%	0,26%	21,26%	15,10%
<i>JP Morgan Global Government Bond (Eur)</i>	-	5,35%	-0,22%	9,94%	24,27%
Carmignac Sécurité A EUR acc	1 695,25	1,63%	2,72%	9,71%	17,98%
<i>Euro MTS 1-3 Jahre</i>	-	1,03%	1,86%	8,07%	10,54%
Carmignac Portfolio Capital Plus A EUR acc	1 158,59	1,52%	2,16%	10,88%	13,82%
<i>Eonia kapitalisiert</i>	-	0,09%	0,15%	0,96%	2,00%
Carmignac Court Terme A EUR acc	3 764,24	0,09%	0,22%	1,34%	2,35%
<i>Eonia kapitalisiert</i>	-	0,09%	0,15%	0,96%	2,00%

* 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 ACWI Chemicals NR (EUR) seit dem 01/07/2013. Jährliche Anpassung seit dem 01/01/2012.

Quelle : Carmignac Gestion zum 30/05/2014.

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.