



VAN DIDIER SAINT-GEORGES

Lid van het Investeringscomité

Het ongelukkige Europa

Zonder over te gaan tot een diepgaande politieke analyse zou iedere Europese belegger die stilstaat bij de stijging van de Europese aandelenmarkten met ruim 50% in de afgelopen twee jaar wel oog moeten hebben voor de economische betekenis van de verkiezingsresultaten van 25 mei. De kiezer gaf de duidelijkste proteststem sinds de oprichting van de Europese Unie tweeëntwintig jaar geleden af en bezorgde zo'n 140 anti-Europese politici, samen goed voor 25% van de parlementsleden, een zetel in het Europees Parlement. Na vijf jaar crisis lijkt de reële economie immers in een rampzalige toestand te verkeren: de groei is matig en blijft onder 1%, terwijl 12% van de beroepsbevolking ofwel 26 miljoen burgers werkloos zijn. Dat verklaart het succes van de populistische betogen en de daarbij horende uithalen

“EUROPESE BEDRIJVEN BOEKEN NOG ALTIJD 45% MINDER WINST DAN VÓÓR DE CRISIS”

naar de markt, Brussel, Frankfurt, banken, rijken, immigranten, enz. De falende regeringen kunnen dat dreigende signaal niet negeren en beleggers moeten zeker stilstaan bij het gebrek aan dynamische groei in Europa.

Het is duidelijk dat de Verenigde Staten de crisis veel sneller hebben aangepakt dan Europa. Hoewel iedereen lessen kon trekken uit de problemen van Zweden en Japan in de jaren '90, deden de Verenigde

Staten dat duidelijk het best. Zij zagen met name in dat de bankensector weer snel op de been moet worden gebracht om de doorwerking van het ultrasoepele monetaire beleid te vergemakkelijken.

Europa zal zijn achterstand binnenkort wellicht inhalen door een versterking van de kapitaalbuffers van de banken na de lopende "asset quality review" en een uitgesproken onconventioneel monetair beleid van de ECB. Dit drastischere optreden van de centrale bank is essentieel en beslissend voor het herstel. Er zal echter meer nodig zijn om de reële economie weer aan te zwengelen.

Eén cijfer vat de achterstand van de Europese economie goed samen: in 2013 boekten de Europese bedrijven 45% minder winst dan in 2007 (winst per aandeel van de bedrijven in de Eurostoxx 600), terwijl Amerikaanse bedrijven (de 500 ondernemingen van de S&P-index) in hetzelfde jaar al 30% meer winst boekten dan vóór de crisis. Het hoeft dan ook niet te verbazen dat de investeringen, de consumptie en de werkgelegenheid het in Europa laten afweten. Er is bijgevolg dringend een lastenverlichting voor bedrijven nodig, die gefinancierd moet worden door een vermindering van de overheidsuitgaven, om een verruiming van de nettowinstmarges te ondersteunen (de nettomarges waren niet meer zo krap sinds 2002, terwijl die in de Verenigde Staten op het hoogste peil ooit staan). Er


zijn al maatregelen in die zin genomen (zelfs in Frankrijk!), maar het zal een erg langzaam proces zijn. Is er hoop voor de omzet van Europese bedrijven?



© www.thinkstock.com

De binnenlandse vraag in de eurozone is dit voorjaar licht opgeveerd dankzij stabilisatie van de belastingdruk. Deze stijging zal echter beperkt blijven door de zwakke arbeidsmarkt en de zeer beperkte budgettaire speelruimte van de regeringen. Vanwege de weinig dynamische binnenlandse vraag zoeken bedrijven externe groeibronnen om de crisis te boven te komen.

Deze trend blijkt uit de lopende rekening van de eurozone, die sinds medio 2012 spectaculair is verbeterd en in de afgelopen maanden zelfs een overschot vertoonde. Deze verbetering is trouwens een van de redenen waarom de euro in mei goed standhield. Daarbij slaagden



slechts enkele landen erin de impact van de sterke eenheidsmunt te compenseren met een indrukwekkende stijging van hun concurrentievermogen.

Portugal en Spanje zijn goede voorbeelden van landen die weer concurrerend geworden zijn door een "devaluatie" van hun economie (verlaging van de lonen en vernietiging van banen). De reële koers van de euro (op basis van de loonkosten) viel voor Portugal terug tot het niveau van 1999, waardoor de export van het land fors opveerde, tot 15% boven het peil van 2007. Dankzij deze vorderingen trokken de investeringen weer aan en kon de Portugese economie net zoals de Spaanse de recessie achter zich laten. Dankzij het herstel en de structurele hervormingen van het arbeidsrecht en de vennootschapsbelasting kon Portugal afgelopen maand in navolging van Ierland een punt zetten achter het internationale reddingsplan, dat in mei 2011 was opgezet. We mogen het geboekte succes echter niet overschatten. Ten eerste is een dergelijke economische devaluatie, die een zware sociale tol eiste, ook in Spanje, niet langer een aanvaardbare beleids optie voor andere eurolanden. Een goedkopere euro is daardoor dan ook essentieel. Voorts betekent de beëindiging

“EUROPA BLIJFT DOOR HET TRAGE HERSTEL BIJZONDER KWETSBAAR VOOR EXTERNE SCHOKKEN”

van het internationale reddingsplan niet dat de begrotingsteugels kunnen worden gevierd. Ook als de socialistische partij, die in Portugal de Europese verkiezingen won, na de verkiezingen van oktober 2015 weer aan de macht komt, blijft begrotingsdiscipline immers noodzakelijk om de overheidsschuld, die 130% van het BBP bedraagt, onder controle te houden. Zelfs in de voorbeeldige landen zal het herstel dus erg langzaam verlopen, onder meer ook omdat de internationale economie niet versnelt. Zoals we in onze nieuwsbrief van april ("Bij helder weer is de Amerikaanse locomotief beter zichtbaar") voorspelden, klimmen de Verenigde Staten geleidelijk uit het dal van het eerste kwartaal en zal de economie van het land

over heel 2014 wellicht met ongeveer 2,5% groeien, wat heel wat meer is dan het Europese groeicijfer. Door dat tempo en de groeivertraging in de opkomende landen zal de buitenlandse handel de zwakke binnenlandse vraag in de eurozone echter niet kunnen goedmaken.

“Onbetwistbare integriteit is een absolute vereiste voor leiderschap. Zonder die kwaliteit is echt succes niet mogelijk.”

Dwight D. Eisenhower

Europese leiders hebben dan ook geen andere keuze dan hun fouten uit het verleden recht te zetten door met de nodige moed de vereiste structurele hervormingen door te voeren of daar een begin mee te maken. De economische groei zal voorlopig dan ook op zijn minst nog afgeremd worden door de onvermijdelijke schuldafbouw. Het vertrouwen van de bevolking kan echter door een duidelijke visie en daadkracht worden teruggewonnen. Het succes van Matteo Renzi in de Europese verkiezingen geeft aan dat dit een geloofwaardig alternatief vormt voor demagogie. Wat de Europese Unie betreft, bestaat er geen twijfel over dat het bestuur moet worden verbeterd, zodat zij door de landen niet meer wordt gezien als een last, maar als een troef. Zoals Michel Barnier terecht opmerkte, zou zonder de Europese Unie geen enkel Europees land meer tot de G8 behoren in 2050.

Voor beleggers is eenzelfde sterk vertrouwen gerechtvaardigd. Wijzelf geloven nog altijd in een geleidelijk herstel van de Europese economie, wat tot uiting komt in onze beleggingen in Italiaanse, Spaanse en Portugese staatsobligaties en obligaties van financiële instellingen. Gezien de groeivoorzichten, die heel wat minder gunstig zijn dan in de rest van de wereld, blijven we ons echter toespitsen op aandelen van internationale marktleiders, die de deflatoire druk kunnen weerstaan. We zijn dan ook vooral enthousiast over bepaalde transversale sectoren (met name energie, technologie en gezondheid) en zeer dynamische markten zoals India, waar de verkiezing

van Narandra Modi tot eerste minister in onze ogen een echte omwenteling vormt. Ten slotte blijven we waakzaam, want Europa blijft door het trage herstel bijzonder kwetsbaar voor externe schokken.

Voltooid op 3 Juni 2014

BELEGGINGSSTRATEGIE



VALUTA'S

De verklaringen van Mario Draghi over de impact van de stijging van de euro op de inflatie en de prijsstabiliteit in de monetaire unie en over concrete maatregelen die de Europese Centrale Bank begin juni wellicht zal nemen, deden de eenheidsmunt in de loop van de maand flink terugvallen. Deze ontwikkeling was gunstig voor onze valutapositionering ten gunste van de dollar en bood ons een gelegenheid om enige winst te nemen op onze dollarposities. Voorts neutraliseerden we bij Carmignac Patrimoine de blootstelling aan de yen (totale blootstelling van 7,7% aan het eind van de maand), omdat het gedrag van de Japanse centrale bank minder voorspelbaar is geworden. De dollarblootstelling van Carmignac Patrimoine en Carmignac Investissement was eind mei met respectievelijk 62% en 72% nog altijd hoog.



OBLIGATIES

De convergentie van de rente in de eurozone werd halverwege de maand even onderbroken (de Duitse rente viel terug tot bijna 1,3%, terwijl de Italiaanse en de Spaanse rente opveerden tot boven 3%) door teleurstellende groeicijfers in de eurozone over het eerste kwartaal van 2014, maar de trend sloeg in de tweede helft van de maand om. Het verschil tussen de risicopremie op obligaties van perifere landen en die op obligaties van veilige havens zal volgens ons nog verder terugvallen en we blijven dan ook belegd in Zuid-Europese staatsobligaties. We profiteerden evenwel van de stijging van de Italiaanse en de Spaanse rente om onze afdekkingsposities voor het renterisico (vermindering van onze shortposities op Amerikaans staatspapier) terug te brengen. Ten slotte zijn we winst blijven nemen op onze Amerikaanse bedrijfsobligaties om ons te concentreren op Europese bedrijfsobligaties, in het bijzonder in de financiële sector. Daardoor

bedroeg de totale modified duration van Carmignac Patrimoine aan het eind van de maand +4,4. De modified duration van Carmignac Portfolio Emerging Patrimoine, Carmignac Portfolio Global Bond, Carmignac Sécurité en Carmignac Portfolio Capital Plus lagen op respectievelijk +2,4, +1,0, +1,4 en +2,1.



AANDELEN

Mei was weer een goede maand voor de internationale aandelenmarkt, die ondersteund werd door de opkomende landen. Vooral Rusland en India deden het goed dankzij een afname van de spanningen in Oekraïne en de verkiezing van de hervormingsgezinde Narendra Modi tot eerste minister in India. Zo behoorden onze beleggingen in India in de sectoren bancaire diensten (ICICI), infrastructuur (GMR en Larsen&Toubro) en consumptie deze maand tot de best presterende posities van het fonds. In Europa werd de weging van het thema stabilisatie van de economie in de eurozone flink verlaagd door verkoop van het grootste deel van onze posities in banken (Banca Intesa, Unicredit en Société Générale) na hun opmerkelijke koersstijging. Onze beleggingen in Europa blijven dan ook toegespitst op internationale marktleiders, zoals Novartis, Rchemont en Volkswagen, die actief zijn in goed gestructureerde industriële sectoren en hun prijzen vlot kunnen verhogen. Dat vermogen lijkt ons essentieel in het deflatoire klimaat waarmee de eurozone wordt geconfronteerd.



GRONDSTOFFEN

Carmignac Portfolio Commodities heeft deze maand een sterk resultaat geboekt en presteerde opnieuw beter dan zijn referentie-indicator. Het resultaat van het fonds werd opnieuw ruim ondersteund door zijn blootstelling aan de energiesector. Voorts blijven we zoeken naar en beleggen in veelbelovende bedrijven waarvan de activiteiten verband houden met de grondstoffensector. Zo belegden we afgelopen maand in de Zwitserse kapitaalgoederenfabrikant Sulzer, die onder meer pompen voor de olie-industrie produceert.



DAKFONDSEN

Onze dakfondsen hebben afgelopen maand een positief resultaat geboekt, maar bleven achter bij hun referentie-indicator. De verhoging van de blootstelling van alle fondsen tot het toegestane maximum in de loop van de maand droeg aan deze prestatie bij.

RENDEMENTEN

	Inventariswaarde	2014	1 jaar	3 jaar	5 jaar
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% gekapitaliseerd</i>	-	3,21%	10,30%	10,92%	21,04%
Carmignac Investissement Latitude A EUR acc	240,44	-4,60%	-2,03%	16,83%	29,28%
<i>MSCI AC World NR (Eur)</i>	-	5,24%	11,27%	31,68%	82,83%
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 jaar</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 gekapitaliseerd</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 gekapitaliseerd</i>	-	0,09%	0,15%	0,96%	2,00%

* 45% MSCI ACWF Oil and Gas NR (Eur), 5% MSCI ACWF Energy Equipment NR (Eur), 40% MSCI ACWF Metal and Mining NR (Eur), 5% MSCI ACWF Paper and Forest NR (Eur) en 5% MSCI ACWI Chemicals NR (Eur) sinds 01/07/2013. Jaarlijks geherbalanceerd sinds 01/01/2012.

Bron: Carmignac Gestion op 30/05/2014.

We herinneren eraan dat de resultaten uit het verleden geen indicatie vormen voor toekomstige resultaten en dat de resultaten in de loop van de tijd niet constant verlopen.

Dit document is noch een beleggingsadvies noch een financiële analyse. Carmignac Gestion kan niet aansprakelijk worden gesteld voor enige beslissing die al dan niet op basis van deze informatie wordt genomen. Tot 31/12/2012 werden de aandelenindexen berekend zonder geherinvesteerde dividenden. Sinds 01/01/2013 worden ze berekend met in achtname van de herinvestering van de nettodividenden en wordt de weergave van hun historische rendementen aldus aangepast.