

# CARMIGNAC ABSOLUTE RETURN EUROPE: LETTER FROM THE FUND MANAGERS

15/10/2024 | DEAN SMITH, JOHAN FREDRIKSSON

*Over the third quarter of 2024, **Carmignac Absolute Return Europe** (A EUR Acc share class) realized a negative performance of -2.19%.*

## MARKET ENVIRONMENT

Global equity markets produced a positive return in Q3 but the headline numbers mask a very tumultuous period of volatility during the quarter driven by a series of conflicting macro forces.

**After a positive start to the early part of July, a toxic combination of weaker US data and a spike in the Japanese Yen following an interest rate rise in Japan set off a spectacular chain of events in the first few days of August which forced systematic funds to unwind their highly leveraged Yen carry trade, creating a significant global equity degrossing with long positions forcibly liquidated and covering of short positions.**

Japanese equities had their worst one day sell since 1987 which was followed by the biggest upside move since 2008 and this had a knock-on effect across the globe. The VIX volatility risk indicator was propelled to a level above 60, a level only seen 3 times in the last 35 years (2008 GFC & Covid sell off in March 2020).

After an aggressive sell off, markets steadily recovered as central banks pivoted in a more dovish direction with the Fed, the ECB and the Bank of England embarking on rate cuts. In addition, US economic data which had been a cause for concern showed signs of improvement which allayed fears of a US recession. This was followed in September by another material macro event in the form of an announcement of significant economic stimulus measures from the Chinese government, which catalysed a surge in Chinese equities and China exposed stocks in European markets. On the last day of the quarter alone, Chinese equities rallied 8.3% taking the main Chinese index from a 5 year low to a 1 year high. **The knock-on effect in Europe was heavy selling of year-to-date winners and defensive stocks, as investors sought to reduce multiyear underweights/shorts in China exposed names.** These macro forces unleashed a series of sectoral rotations with winners one month becoming the losers next month and vice versa which acted as a short circuit to fundamental stock picking. Few, if any investors around the globe, including us were positioned for this.

Over the quarter the best performing sectors in Europe were Communications, Real Estate, Industrials and Utilities while the main detractors were Technology, Consumer Staples, Energy and Healthcare.

## PERFORMANCE REVIEW

These macro driven rotational forces acted as a short circuit to our fundamental stock picking and in this difficult environment the fund lost around 2%, with August seeing the worst impact. Any positive returns from our defensively positioned long book were more than offset by the losses in our single stock shorts and portfolio hedges which were squeezed higher by aggressive rotational short covering.

Within the portfolio, the most positive sector returns came from Communications, Real Estate, Industrials, Financials and Utilities while the main detractors were Technology, Consumer Staples, Energy, and Healthcare.

On a stock level, the main contributors were:

Q3 Stock contributors:	Catalyst of the positive returns:
Long position in Fresenius	Positive numbers drives rerating
Long position in Deutsche Telekom	Earnings beat and improving cash returns
Long position in National Grid	Recovery from sell off ahead of capital increase
Long position in Nexans	Significant contract signed for underwater power cable
Long position in Vonovia	Asset disposals refinance balance sheet, German real estate market bottoming

On a stock level, the main detractors were:

Q3 Stock detractors:	Catalyst of the negative returns:
Long position in ASML	Disappointing order numbers and concerns over US restrictions on sales to China
Long position in Novo Nordisk	Long-market worried about risk of new entrants in the GLP-1 market
Long position in National SK Hynix	Profit taking in AI and weak macro impacting legacy business
Long position in Alphabet	Disappointing numbers
Long position in STMicroelectronics	Q2 earnings below expectations

Much of the portfolio activity for Q3 was driven by risk management in what were incredibly challenging conditions for long /short investors. **Whenever the portfolio is not working, we always act to reduce risk by managing down gross exposure and in this case we took our gross exposure down from 150% at the end of June to 120% at the end of July and then down to 100% in August in order to preserve capital**, until such time as the macro volatility calms down and that stocks can return to a more normal behaviour and where again we feel the risk reward is compelling enough to can take advantage of opportunities created by the moves.

**Our net exposure fluctuated between 10% and mid-20%.** The principal adjustments to the portfolio were tactical reductions in longs in Technology and Healthcare and profit taking in Utilities which had performed very strongly on the back of falling bond yields. Elsewhere we reduced short positions in Consumer discretionary, Industrials and Materials and added to Financials, mainly Banks and to Real Estate names which are significant beneficiaries of falling interest rates.

## WHAT IS OUR OUTLOOK FOR THE COMING MONTHS?

As we now embrace the challenges and opportunities of the last quarter of the year, whether the FED cuts a further 50 or 75bps before the end of the year, or indeed the ECB accelerates their pace or not, it really shouldn't matter too much as the rate cycle has inflected. However, unlike these recent weeks when markets have quickly shifted from one narrative to another, for example from 'the Fed being behind the curve' to 'a goldilocks' scenario and back again, we should hopefully begin to see a more stable macro trend emerging. Instead, **the bigger challenge for equity investors in the coming weeks will be, how to best navigate the most important quarterly reporting season of the year.** Usually, at the 9-month stage is when we tend to see a much higher frequency of corporate profit warnings (or upgrades), vs any point earlier in the year. Some refer to it as 'the confession season'.

This is simply due to the timing of the year, by which time management teams come to realize that time is running for them to either meet or beat their full year guidance & fiscal outlook expectations. In addition, it is also the time when most sell side analysts really begin to properly adjust their growth forecasts for the coming year ahead, so lots of earnings expectation risk which should be a fertile period for long/short investing.

Even though, uncharacteristically, and unexpectedly September was a relatively strong month for equities, given the current 'setup', post all these rotational forces, **we believe the upcoming Q3 season will be very 'rich' of opportunities.** We can think of several sectors, whereby the top-down narrative might be in direct conflict with the short-term bottom up. For example, **some Luxury stocks have seen big rallies of their lows on the back of China stimulus, but can they sustain those gains against weak Q3's with possibly further downgrades to 25' estimates?**

Similarly, with some of the Consumer discretionary or Industrials stocks, we face the same question and challenge. Many of these names too have rebounded, particularly Miners & Industrials in Europe that are indirectly or directly linked to China. And the main question we must ask, is how much of this rebound is due to China stimulus vs expectations of lower rates and a turn of the cycle in 2025? Meanwhile, what we do know, meeting with the management teams of several of these companies during the many conferences in September, is that their messaging is at best cautious, and with very limited visibility. In some cases, the lack of visibility is also likely to be linked to the upcoming US election, where seemingly decisions on spending, capex plans etc. are put on hold until we know the outcome of who will take the White House in November. Could that result in a rush of spending, new investment plans and announcement post the election? It is possible.

**Therefore, this reporting season is likely to be particularly challenging, but equally, will offer significant opportunities both for our short and long book. This is why we are deliberately running a relatively low gross exposure at around 100% currently, keeping lot of 'dry powder' ready to deploy once we see the initial signs to how this reporting season will emerge, sector by sector, stock by stock.** We are confident that this level of flexibility will give us the best chance to really capture as much as possible in what tends to be the best period of the whole year for alpha.

On a sector level, we stick with most of our defensive, structural Technology and Communication names, such as Meta, Amazon, Google, Microsoft & SAP. However, **our weightings in more cyclical Technology names (semis) have been reduced overall and is currently mainly focused in semi equipment names, such as ASML and ASM International.** Further, we've just recently sold our long in Nvidia post the rally in the shares but retain upside in the name through call options.

**In Healthcare, a sector which has been a drag on our returns during Q2, we've reduced our exposures in the GLP1 names, both Novo Nordisk and Zealand.** These stocks have clearly been used to fund sector rotation, and whilst we still believe in the long-term narrative for these names, it has become abundantly clear, that they now need new positive catalysts to again begin to perform. Thus, we believe Q3's will be a big test for them, alongside new drug read outs. But with Novo having sold off by some -25% from its peaks, we do believe expectations are now possibly too low and that the stock should soon inflect. **Our largest healthcare stock is today Fresenius SE which we believe is defensive and still much too cheap (11x PE).**

Meanwhile, for many of the more cyclical sectors, Consumer discretionary, Industrials, Miners & Chemicals, we are today more balanced than at any time earlier in the year. This is mainly because several of our short positions in these sectors have now played out, and we subsequently taken profits. Or in some cases, it is because we simply don't yet know what level of patience the market will 'display' between wanting to buy these names into a recovery next year vs likely poor Q3's, with further FY24 downgrades?

Also is worth noting that our overall non-EU exposure is limited to ca 15% of our total gross exposure.

Finally, **we continue to be net long of financials, mainly European Banks. Recent meetings with management teams of these Banks and speaking to analysts, have increased our conviction in them**, despite in some cases already strong year-to-date performances. In addition, we believe that for European banks, Q3 earnings risk is relatively low vs most other European sectors. We continue to argue that due to their strong capital bases, hedged net interest incomes exposures, rich cash distribution, low valuations and more recently the emergence of European banks M&A, selective banks stocks still offer good upside from here.

## CARMIGNAC ABSOLUTE RETURN EUROPE A EUR ACC

(ISIN: FR0010149179)

SFDR-Klassifizierung\*\* :

Artikel **8**



Empfohlene  
Mindestanlagedauer **3** JAHRE

### HAUPTRISIKEN DES FONDS

**MIT DER LONG/SHORT-STRATEGIE VERBUNDENES RISIKO:** Dieses Risiko ist mit den Kauf- und/oder Verkaufspositionen verbunden, die zur Anpassung des Nettoengagements am Markt eingegangen werden. Der Fonds könnte hohe Verluste erleiden, wenn sich seine Long- und Short-Positionen gleichzeitig negativ entwickeln. **AKTIENRISIKO:** Änderungen des Preises von Aktien können sich auf die Performance des Fonds auswirken, deren Umfang von externen Faktoren, Handelsvolumen sowie der Marktkapitalisierung abhängt. **ZINSRISIKO:** Das Zinsrisiko führt bei einer Veränderung der Zinssätze zu einem Rückgang des Nettoinventarwerts. **WÄHRUNGSRISIKO:** Das Währungsrisiko ist mit dem Engagement in einer Währung verbunden, die nicht die Bewertungswährung des Fonds ist.

**Der Fonds ist mit einem Kapitalverlustrisiko verbunden.**

\*Die Definition der Risikoskala finden Sie im KID/BIB (Basisinformationsblatt). Das Risiko 1 ist nicht eine risikolose Investition. Dieser Indikator kann sich im Laufe der Zeit verändern. \*\*Die Offenlegungsverordnung (Sustainable Finance Disclosure Regulation - SFDR) 2019/2088 ist eine europäische Verordnung, die Vermögensverwalter dazu verpflichtet, ihre Fonds u. a. als solche zu klassifizieren: „Artikel 8“ - Förderung ökologischer und sozialer Eigenschaften; „Artikel 9“ - Investitionen mit messbaren Zielen nachhaltig machen; bzw. „Artikel 6“ - keine unbedingten Nachhaltigkeitsziele. Weitere Informationen finden Sie unter: <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2019/2088/oj?locale=de>.

### KOSTEN

**Einstiegskosten :** 4,00% des Betrags, den Sie beim Einstieg in diese Anlage zahlen. Dies ist der Höchstbetrag, der Ihnen berechnet wird. Carmignac Gestion erhebt keine Eintrittsgebühr. Die Person, die Ihnen das Produkt verkauft, teilt Ihnen die tatsächliche Gebühr mit.

**Ausstiegskosten :** Wir berechnen keine Ausstiegsgebühr für dieses Produkt.

**Verwaltungsgebühren undsonstige Verwaltungs- oderBetriebskosten :** 2,20% des Werts Ihrer Anlage pro Jahr. Hierbei handelt es sich um eine Schätzung auf der Grundlage der tatsächlichen Kosten des letzten Jahres.

**Erfolgsgebühren :** 20,00% Anteil an der Outperformance, wenn die Wertentwicklung positiv ist und der Nettoinventarwert die High-Water Mark übertrifft. Der tatsächliche Betrag hängt davon ab, wie gut sich Ihre Anlage entwickelt. Die vorstehende Schätzung der kumulierten Kosten enthält den Durchschnitt der letzten fünf Jahre bzw. seit der Auflegung des Produkts, wenn diese vor weniger als fünf Jahren erfolgte.

**Transaktionskosten :** 0,74% des Werts Ihrer Anlage pro Jahr. Hierbei handelt es sich um eine Schätzung der Kosten, die anfallen, wenn wir die Basiswerte für das Produkt kaufen oder verkaufen. Der tatsächliche Betrag hängt davon ab, wie viel wir kaufen und verkaufen.

## PERFORMANCE (ISIN: FR0010149179)

---

Wertentwicklung nach Kalenderjahren (in %)	2016	2017	2018	2019	2020
Carmignac Absolute Return Europe	+8.9 %	+14.6 %	+4.4 %	-1.3 %	+5.2 %

---

Wertentwicklung nach Kalenderjahren (in %)	2021	2022	2023	2024	2025 (YTD)
Carmignac Absolute Return Europe	+12.6 %	-6.4 %	+0.0 %	+3.6 %	-3.1 %

---

Annualisierte Performance	3 Jahre	5 Jahre	10 Jahre
Carmignac Absolute Return Europe	+1.8 %	+2.0 %	+2.2 %

---

Quelle: Carmignac am 30. Apr 2025.

Wertentwicklungen der Vergangenheit lassen keine Rückschlüsse auf zukünftige Wertverläufe zu. Wertentwicklung nach Gebühren (keine Berücksichtigung von Ausgabeaufschlägen die durch die Vertriebsstelle erhoben werden können)

**Marketing-Anzeige. Bitte lesen Sie den KID /Prospekt bevor Sie eine endgültige Anlageentscheidung treffen. Dieses Dokument ist für professionelle Kunden bestimmt.**

Diese Unterlagen dürfen ohne die vorherige Genehmigung der Verwaltungsgesellschaft weder ganz noch in Auszügen reproduziert werden. Diese Unterlagen stellen weder ein Zeichnungsangebot noch eine Anlageberatung dar. Diese Unterlagen stellen keine buchhalterische, rechtliche oder steuerliche Beratung dar und sollten nicht als solche herangezogen werden. Diese Unterlagen dienen ausschließlich zu Informationszwecken und dürfen nicht zur Beurteilung der Vorzüge einer Anlage in Wertpapieren oder Anteilen, die in diesen Unterlagen genannt werden, oder zu anderen Zwecken herangezogen werden. Die in diesen Unterlagen enthaltenen Informationen können unvollständig sein und ohne vorherige Mitteilung geändert werden. Sie entsprechen dem Stand der Informationen zum Erstellungsdatum der Unterlagen, stammen aus internen sowie externen, von Carmignac als zuverlässig erachteten Quellen und sind unter Umständen unvollständig. Darüber hinaus besteht keine Garantie für die Richtigkeit dieser Informationen. Dementsprechend wird die Richtigkeit und Zuverlässigkeit dieser Informationen nicht gewährleistet und jegliche Haftung im Zusammenhang mit Fehlern und Auslassungen (einschließlich der Haftung gegenüber Personen aufgrund von Nachlässigkeit) wird von Carmignac, dessen Niederlassungen, Mitarbeitern und Vertretern abgelehnt.

Wertentwicklungen der Vergangenheit lassen keine Rückschlüsse auf zukünftige Wertverläufe zu. Wertentwicklung nach Gebühren (keine Berücksichtigung von Ausgabeaufschlägen die durch die Vertriebsstelle erhoben werden können). Die Rendite von Anteilen, die nicht gegen das Währungsrisiko abgesichert sind, kann infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen.

Die Bezugnahme auf bestimmte Werte oder Finanzinstrumente dient als Beispiel, um bestimmte Werte, die in den Portfolios der Carmignac-Fondspalette enthalten sind bzw. waren, vorzustellen. Hierdurch soll keine Werbung für eine Direktanlage in diesen Instrumenten gemacht werden, und es handelt sich nicht um eine Anlageberatung. Die Verwaltungsgesellschaft unterliegt nicht dem Verbot einer Durchführung von Transaktionen in diesen Instrumenten vor Veröffentlichung der Mitteilung. Die Portfolios der Carmignac-Fondspalette können ohne Vorankündigung geändert werden.

Der Verweis auf ein Ranking oder eine Auszeichnung, ist keine Garantie für die zukünftigen Ergebnisse des OGAW oder des Managers. Risiko Skala von KID (Basisinformationsblatt). Das Risiko 1 ist nicht eine risikolose Investition. Dieser Indikator kann sich im Laufe der Zeit verändern. Die empfohlene Anlagedauer stellt eine Mindestanlagedauer dar und keine Empfehlung, die Anlage am Ende dieses Zeitraums zu verkaufen.

Morningstar Rating™ : © Morningstar, Inc. Alle Rechte vorbehalten. Die hierin enthaltenen Informationen: sind für Morningstar und/oder ihre Inhalte-Anbieter urheberrechtlich geschützt; dürfen nicht vervielfältigt oder verbreitet werden; und deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wird nicht garantiert. Weder Morningstar noch deren Inhalte-Anbieter sind verantwortlich für etwaige Schäden oder Verluste, die aus der Verwendung dieser Informationen entstehen.

Bei der Entscheidung, in den beworbenen Fonds zu investieren, alle Eigenschaften oder Ziele des beworbenen Fonds berücksichtigt werden sollten, wie sie in seinem Prospekt oder in den Informationen beschrieben sind. Der Zugang zu den Fonds kann für bestimmte Personen oder Länder Einschränkungen unterliegen. Diese Unterlagen sind nicht für Personen in Ländern bestimmt, in denen die Unterlagen oder die Bereitstellung dieser Unterlagen (aufgrund der Nationalität oder des Wohnsitzes dieser Person oder aus anderen Gründen) verboten sind. Personen, für die solche Verbote gelten, dürfen nicht auf diese Unterlagen zugreifen. Die Besteuerung ist von den jeweiligen Umständen der betreffenden Person abhängig. Die Fonds sind in Asien, Japan und Nordamerika nicht zum Vertrieb an Privatanleger registriert und sind nicht in Südamerika registriert. Carmignac-Fonds sind in Singapur als eingeschränkte ausländische Fonds registriert (nur für professionelle Anleger). Die Fonds wurden nicht gemäß dem „US Securities Act“ von 1933 registriert. Gemäß der Definition der US-amerikanischen Verordnung „US Regulation S“ und FATCA dürfen die Fonds weder direkt noch indirekt zugunsten oder im Namen einer „US-Person“ angeboten oder verkauft werden. Die Risiken, Gebühren und laufenden Kosten sind in den wesentlichen Anlegerinformationen (Basisinformationsblatt, KID) beschrieben. Die wesentlichen Anlegerinformationen müssen dem Zeichner vor der Zeichnung ausgehändigt werden. Der Zeichner muss die wesentlichen Anlegerinformationen lesen. Anleger können einen teilweisen oder vollständigen Verlust ihres Kapitals erleiden, da das Kapital der Fonds nicht garantiert ist. Die Fonds sind mit dem Risiko eines Kapitalverlusts verbunden. Die Verwaltungsgesellschaft kann den Vertrieb in Ihrem Land jederzeit einstellen.

Carmignac Portfolio bezieht sich auf die Teilfonds der Carmignac Portfolio SICAV, einer Investmentgesellschaft luxemburgischen Rechts, die der OGAW-Richtlinie oder AIFM- Richtlinie entspricht. Bei den Fonds handelt es sich um Investmentfonds in der Form von vertraglich geregelter Gesamthandseigentum (FCP), die der OGAW-Richtlinie nach französischem Recht entsprechen.

- **Für Deutschland:** Die Prospekte, KID und Jahresberichte des Fonds stehen auf der Website [www.carmignac.com/de-de](http://www.carmignac.com/de-de) zur Verfügung und sind auf Anforderung bei der Verwaltungsgesellschaft erhältlich. Die Anleger können eine Zusammenfassung ihrer Rechte auf Deutsch unter dem folgenden Link abrufen Absatz 5.
- **Für Österreich:** Die Prospekte, KID und Jahresberichte des Fonds stehen auf der Website [www.carmignac.com/de-at](http://www.carmignac.com/de-at) zur Verfügung. Die Anleger können eine Zusammenfassung ihrer Rechte auf Deutsch unter dem folgenden Link abrufen Absatz.
- **In der Schweiz:** die Prospekte, KID und Jahresberichte stehen auf der Website [www.carmignac.com/de-ch](http://www.carmignac.com/de-ch) zur Verfügung und sind bei unserem Vertreter in der Schweiz erhältlich, CACEIS (Switzerland), S.A., Route de Signy 35, CH-1260 Nyon. Die Zahlungsdienst ist die CACEIS Bank, Montrouge, Zweigniederlassung Nyon / Schweiz Route de Signy 35, 1260 Nyon. Die Anleger können eine Zusammenfassung ihrer Rechte auf Deutsch unter dem folgenden Link abrufen Absatz 5.

Für Carmignac Portfolio Long-Short European Equities: Carmignac Gestion Luxembourg SA hat in seiner Eigenschaft als Verwaltungsgesellschaft für das Carmignac Portfolio die Anlageverwaltung dieses Teilfonds ab dem 2. Mai 2024 an White Creek Capital LLP (registriert in England und Wales unter der Nummer OCC447169) delegiert. White Creek Capital LLP ist autorisiert und reguliert durch die Financial Conduct Authority mit FRN : 998349.

Carmignac Private Evergreen bezeichnet den Teilfonds Private Evergreen der SICAV Carmignac S.A. SICAV – PART II UCI, die im RCS Luxemburg unter der Nummer B285278 eingetragen ist.