



VAN DIDIER SAINT-GEORGES

Lid van het Investeringscomité

De economische statistieken die de afgelopen twee maanden in Europa, Japan, China en zelfs de Verenigde Staten werden gepubliceerd, bevestigen de analyse die wij in onze Note van 3 oktober jl. ("Wat ons zorgen baart") uiteenzetten.

In uiteenlopende mate verplicht de zwakte van de vraag, en bijgevolg die van de prijzen en de investeringen, de grote centrale banken onverkort om hun beleid voort te zetten met gebruik van het enige instrument waarover zij beschikken, t.w. liquiditeitsinjecties. De plotselinge daling van de aandelenmarkten begin oktober, die snel gecorrigeerd werd door de oproep van de Europese en Japanse centrale banken, is verhelderend. Zoals de kanarie in de kolenmijn waarschuwt deze plotselinge onrust voor dreigend gevaar. Dit gevaar schuilt in de oplopende spanning tussen de onverminderde bereidheid van de centrale banken om in te grijpen ("whatever it takes" van Tokio

“De lage grondstoffenprijzen, op de eerste plaats die van energie, bewijzen dat de wereldwijde vraag tekortschiet.”

tot Frankfurt) en hun desondanks duidelijk begrensde vermogen om een zeer zwakke economische cyclus tegen te gaan, "whatever they do". Talrijk zijn inderdaad

de landen waarvan de pogingen om bij te sturen bemoedigende vooruitzichten op middellange termijn opleveren: dat geldt voor de Verenigde Staten, maar ook voor India, de Filipijnen en China in Azië, Mexico, Peru en Colombia in Latijns-Amerika, en Spanje en Ierland in Europa. Maar op de drempel van 2015 lijkt de druk op de wereldwijde economische cyclus, die de volatiliteit weer zou kunnen doen oplaaien, nog steeds te worden onderschat. Op basis van deze visie handhaven wij ons beleggingsbeleid. Ter herinnering, dit beleid berust op een zeer doelgerichte samenstelling van de portefeuille als geheel, waarbij de voorkeur wordt gegeven aan groeiaandelen met een grote voorspelbaarheid, voorrang voor in USD luidende effecten en een zeer actief beheer van de blootstelling aan zowel aandelen- als obligatiemarkten.

Het gedrag van de markten bevestigt voorsnog onze diagnose dat de wereld duurzaam de negatieve effecten ondergaat van wereldwijde deflationaire druk

De belangrijkste aandelenmarkten hebben zich snel hersteld van het merendeel van hun aan het einde van de zomer opgelopen daling. Bij nadere beschouwing blijkt echter dat deze ervaring van optimisme slechts een

Lost in stagnation

façade is. Sinds het dieptepunt van 16 oktober hebben de weinig risicovolle kwaliteitsaandelen, die wij in onze stijlanalyses hebben ingedeeld als voorkeuraandelen in fasen van cyclische vertraging, aanhoudend beter gepresteerd



© Thinkstock

dan cyclische waarden en effecten van lagere kwaliteit. De underperformance van industriële aandelen t.o.v. aandelen uit de geneesmiddelenindustrie bijvoorbeeld bevindt zich sinds 2011 over het algemeen nog altijd op een dieptepunt. Tegelijkertijd blijft de rente op Duitse staatsobligaties dalen, in twee maanden tijd van 1% naar minder dan 0,7%; dit illustreert de onverminderde aantrekkingskracht van deze veilige haven. Dit marktgedrag mag echter niet verbazen, want de negatieve macro-economische tendensen zijn niet veranderd: de voorlopende indicator van de bedrijvigheid van de OESO voor de landen van de G7 blijft sinds het begin



van het jaar regelmatig dalen en hun indicatoren van de inkoopmanagers (PMI-index) lopen eveneens terug. De lage grondstoffenprijzen, op de eerste plaats die van energie, bewijzen dat de wereldwijde vraag tekortschiet.

De dynamiek van het Amerikaanse herstel kent ook schaduwkanten

De veerkracht van de Amerikaanse economie is doorslaggevend voor de wereldwijde, vooral de Europese, groei. En de relatief sterke groei van de Amerikaanse economie was tot op heden een buitenkansje voor de rest van de wereld. Maar ondanks een opwaartse

“Het lijkt ons overdreven optimistisch om te rekenen op alleen geldcreatie om de dynamiek van de Europese groei een impuls te geven.”

bijstelling van de officiële raming van de groei van het BBP in het derde kwartaal, verhult het ogenschijnlijk sterke herstel meerdere tekenen van kwetsbaarheid, die ons doen twijfelen aan een mogelijke versnelling van de groei. De toekomstige groei van de consumptie in de Verenigde Staten zal vanaf nu immers beperkt worden door diverse ongunstige factoren: stagnatie van het reële inkomen, de verhouding tussen consumptieve leningen en beschikbaar inkomen is op het hoogste niveau ooit gekomen, de inzettende stijging van de voedselprijzen en de huren, en een spaarrente die bijna niet verder kan dalen. Daarnaast zal het groeipotentieel van de investeringen getemperd worden omdat de benuttingsgraad van de productiecapaciteit na een - overigens voorzichtigte - stijging al begint te dalen en de bedrijfsmarges stagneren. In dit stadium is het ons er niet om te doen vroegtijdig een "kentering" van de Amerikaanse economie op korte termijn aan te kondigen, maar om te benadrukken dat de risico's van een teleurstelling volgens ons momenteel

door een al te inschikkelijke consensus worden onderschat. Als de Amerikaanse dollar ook in 2015 blijft stijgen, zou dat natuurlijk een extra rem zetten op de stijging van de marges van Amerikaanse ondernemingen.

Europa staat nog helemaal aan het begin van een lange mars

Toegejuicht moet worden dat het besef van de absolute noodzaak van hervorming van de economieën in Europa om hun groeipotentieel op lange termijn te vergroten, bij zowel Matteo Renzi als Manuel Valls is doorgedrongen. Eerstgenoemde is bezig zijn hervorming van de arbeidsmarkt (de "Jobs Act") in de wet te laten opnemen, terwijl laatstgenoemde zijn arbeidswet (de toekomstige "Loi Macron") aan het voorbereiden is. Het doorvoeren van deze hervormingen heeft echter lang op zich laten wachten. De effecten ervan zullen in het beste geval pas na een aantal jaren voelbaar zijn. Ondanks de vooruitgang die al in enkele landen is gerealiseerd, vertraagt de nominale groei van de eurozone intussen toch al bijna twaalf maanden. Misschien zal Mario Draghi de euro kunnen laten dalen, en zelfs de financieringskosten van de banken nog verder laten dalen en de dalende inflatieverwachtingen intomen. Dat zou al een enorme prestatie zijn. Maar als een opleving van de consumptie en de investeringen uitblijft, lijkt het ons buitengewoon optimistisch om te rekenen op alleen geldcreatie om de dynamiek van de Europese groei een impuls te geven. In dat opzicht kan het Japanse echec als voorbeeld dienen.

Japan was het proefkonijn dat liet zien hoeveel voetangels en klemmen er in de strijd tegen deflatie opdoemen

Na achttien maanden "quantitative easing" was een verhoging van de BTW van 5% naar 8% voldoende om de Japanse economie weer in een recessie te storten. Wat dit Japanse experiment op ware grootte eigenlijk bevestigt, is dat een hogere inflatie en een lagere wisselkoers nooit tot een duurzame reële groei kunnen leiden, tenzij tegelijkertijd de vraag wordt ondersteund. De problemen van Japan laten zien dat de ontwikkelde landen in uiteenlopende mate nog steeds voor een enorme uitdaging staan: de vraag nieuw leven inblazen. Vanaf het moment dat de

overmatige schuldenlast, die gedurende vele jaren gemeengoed was, eindelijk de kredietcrisis van de eeuw veroorzaakte, is de vraag gedaald door een afwachtende houding en hoge voorzorgsbesparingen. Maar Japan heeft het voordeel van een centrale bank die blijk geeft van volharding in haar vastbeslotenheid, terwijl haar balanstotaal al 60% bedraagt van het Japanse BBP. Ter vergelijking: de "bazooka"-brandy van Mario Draghi zou, als alle maatregelen ook echt worden uitgevoerd, na zes jaar crisis het balanstotaal van de Europese Centrale Bank op slechts 30% van het BBP van de eurozone brengen.

China zit in een gecontroleerde groeivertraging

De door de Chinese autoriteiten in november aangekondigde renteverlaging bevestigt niet alleen dat de groei en de prijzen voortdurend onder druk staan, maar ook dat de machthebbers vastbesloten zijn om de groeivertraging van de economie te controleren. De ontwikkeling van de Chinese economie op lange termijn wint nog steeds aan kracht door de structurele hervormingen; het land blijft dus "belegbaar". Het land biedt volgens ons veel kansen, met name via zijn binnenlandse aandelenmarkt (A-aandelen), die toegang biedt tot talloze dienstverlenende bedrijven met een uitstekende zichtbaarheid. Maar op dit moment zijn de strijd tegen de corruptie, het terugdringen van "shadow banking" en het inzakken van de vastgoedprijzen de grote groeiremmers, waarvan vooral de toeleveringslanden van China last hebben.

De spanwijdte van de aandelenmarkten is de laatste maanden erg teruggelopen, in die zin dat het percentage aandelen dat beter presteert dan hun referentie-indicator aanzienlijk is gedaald. Dit fenomeen, dat de Europese aandelenmarkten meer treft dan de Amerikaanse, is niet onschuldig. Het vloeit voort uit het steeds schaarser worden van overtuigende beleggingskansen. Dit verscherpt de effectenselectie en onderstreept het belang van vermogensallocatie en risicobeheer om een bevredigend rendement te genereren in een economische cyclus die wij als zorgwekkend bestempelen.

Voltooid op 1 December 2014

GEMIDDELDE JAARLIJKSE RENDEMENTEN

	Inventariswaarde	3 jaar	5 jaar	10 jaar	Sinds oprichting
Carmignac Investissement A EUR acc <i>MSCI AC World NR (Eur)</i>	1 100,71	10,48%	8,23%	10,90%	10,88%
	-	16,80%	12,70%	5,59%	4,30%
Carmignac Portfolio Grande Europe A EUR acc <i>Stoxx 600 NR (Eur)</i>	172,03	12,62%	7,78%	6,04%	3,58%
		15,19%	8,94%	4,06%	0,87%
Carmignac Euro-Entrepreneurs A EUR acc <i>Stoxx 200 Small NR (Eur)</i>	252,58	16,32%	10,68%	7,89%	10,74%
		16,37%	11,09%	6,64%	9,00%
Carmignac Emergents A EUR acc <i>MSCI Emerging Markets NR (Eur)</i>	772,59	6,50%	8,48%	9,71%	9,53%
		7,03%	5,90%	8,05%	3,84%
Carmignac Portfolio Emerging Discovery A EUR acc <i>50% MSCI EM SmallCaps NR (Eur) + 50% MSCI EM MidCaps NR (Eur)</i>	1 204,86	9,24%	8,18%	-	2,71%
		8,90%	6,69%	-	0,86%
Carmignac Portfolio Commodities A EUR acc <i>Carmignac Commodities Index*</i>	280,32	-4,73%	0,75%	6,57%	9,19%
		-1,22%	1,64%	5,29%	8,25%
Carmignac Patrimoine A EUR acc <i>50% MSCI AC World NR (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>	613,33	6,26%	4,97%	7,39%	8,65%
		9,57%	8,92%	5,64%	5,66%
Carmignac Portfolio Emerging Patrimoine A EUR acc <i>50% MSCI EM NR (Eur) + 50% JP Morgan GBI EM Global diversified</i>	104,70	2,75%	-	-	1,26%
		5,66%	-	-	2,51%
Carmignac Euro-Patrimoine A EUR acc <i>50% EuroStoxx 50 NR (Eur) + 50% gekapitaliseerd</i>	303,98	3,61%	3,39%	3,11%	4,46%
		7,04%	2,56%	2,40%	2,84%
Carmignac Profil Réactif 100 A EUR acc <i>MSCI AC World NR (Eur)</i>	188,62	8,64%	6,72%	4,64%	5,04%
		16,80%	12,70%	5,59%	2,26%
Carmignac Profil Réactif 75 A EUR acc <i>75% MSCI AC World NR (Eur) + 25% Citigroup WGBI (Eur)</i>	209,00	7,10%	5,41%	4,49%	4,88%
		13,21%	10,88%	5,88%	2,77%
Carmignac Profil Réactif 50 A EUR acc <i>50% MSCI AC World NR (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>	173,01	4,72%	3,89%	3,91%	4,34%
		9,57%	8,93%	5,64%	3,54%
Carmignac Portfolio Global Bond A EUR acc <i>JP Morgan Global Government Bond (Eur)</i>	1 217,58	6,47%	6,04%	-	2,87%
		2,16%	5,00%	-	5,97%
Carmignac Sécurité A EUR acc <i>Euro MTS 1-3 jaar</i>	1 700,65	3,64%	2,75%	3,32%	5,14%
		3,17%	1,83%	2,78%	-
Carmignac Portfolio Capital Plus A EUR acc <i>Eonia gekapitaliseerd</i>	1 165,21	3,60%	2,77%	-	2,22%
		0,16%	0,36%	-	0,95%
Carmignac Court Terme A EUR acc <i>Eonia gekapitaliseerd</i>	3 767,35	0,29%	0,43%	1,49%	3,56%
		0,16%	0,36%	1,56%	-

* 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 28/11/2014.

In het verleden behaalde resultaten zijn geen indicatie voor toekomstige resultaten. De kosten zijn in de resultaten begrepen. Dit document mag geheel noch gedeeltelijk worden gereproduceerd, verspreid of doorgegeven zonder voorafgaande toestemming van de beheermaatschappij.

Het is noch een inschrijvingsaanbod, noch een beleggingsadvies. De informatie in dit document is mogelijk niet volledig en kan zonder voorafgaande kennisgeving worden gewijzigd. Voor de werkelijke kosten die door iedere distributeur in rekening worden gebracht, wordt verwezen naar diens tariefoverzicht. De fondsen houden een risico op kapitaalverlies. Alle contractuele informatie met betrekking tot de in deze publicatie vermelde fondsen staat in de bijbehorende prospectussen. De prospectussen, de documenten met essentiële beleggersinformatie en de meest recente (half)jaarverslagen zijn kosteloos verkrijgbaar in het Nederlands en het Frans bij de beheermaatschappij, per telefoon op het nummer +352 46 70 60 1, op de website www.carmignac.be of bij Caceis Belgium S.A., de vennootschap die de financiële dienstverlening in België verzorgt, op het adres Havenlaan 86c b320, B-1000 Brussel. De documenten met essentiële beleggersinformatie moeten vóór elke inschrijving worden verstrekt aan de belegger, die wordt aangeraden deze documenten vóór elke inschrijving te lezen. De minimumleg bedraagt 1 deelnemingsrecht voor deelnemingsrechtenklasse A EUR acc, 1.000 CHF voor klasse A CHF acc en 1.000 USD voor klasse A USD acc. De intrinsieke waarde wordt in België bekendgemaakt in L'Echo en De Tijd. Dit fonds mag direct noch indirect aangeboden of verkocht worden ten gunste of voor rekening van een 'U.S. person', zoals gedefinieerd in de Amerikaanse 'Regulation S' en de FATCA. Indien u inschrijft op een GBF (gemeenschappelijk beleggingsfonds) naar Frans recht, moet u uw deel van de door het fonds ontvangen dividenden (en, in voorkomend geval, interesten) elk jaar op uw belastingaangifte vermelden. U kunt een gedetailleerde berekening maken op www.carmignac.be. Deze rekenmodule is geen belastingadvies, maar uitsluitend een hulpmiddel voor de berekening. Dit ontslaat u niet van de zorgvuldigheid en de controles waartoe u als belastingplichtige gehouden bent. De getoonde resultaten zijn gebaseerd op door u verstrekte gegevens. De groep Carmignac Gestion kan in geen geval aansprakelijk worden gesteld voor fouten of nalatigheden uwerzijds. Wanneer beleggers inschrijven op een fonds dat onder de spaarrichtlijn valt, moeten zij overeenkomstig artikel 19bis van CIR92 bij de inkoop van hun aandelen een roerende voorheffing van 25% betalen op de inkomsten die in de vorm van rente, meerwaarden of minderwaarden voortvloeien uit de opbrengst van in schuldbewijzen belegde activa.



CARMIGNAC GESTION

24, place Vendôme – 75001 Paris
Tél : (+33) 01 42 86 53 35 – Fax : (+33) 01 42 86 52 10
Portefeuillebeheermaatschappij
(AMF toelating n° GP 97-08 van 13/03/1997)
Naamloze Vennootschap met een kapitaal van 15 000 000 € -
Parijs Handelsregister B 349 501 676

CARMIGNAC GESTION LUXEMBOURG

City Link, 7, rue de la Chapelle – L-1325 Luxembourg
Tél : (+352) 46 70 60 1 – Fax : (+352) 46 70 60 30
Filiaal van Carmignac Gestion
Portefeuillebeheermaatschappij van de ICBE (CSSF toelating van 10/06/2013)
Naamloze Vennootschap met een kapitaal van 3 000 000 € -
Luxemburg Handelsregister B67549