



HET VERTROUWEN IN HET GEDRANG

Didier Saint-Georges

Lid van het Investeringscomité
Managing director

Sinds onze Note van 1 september jl. hebben zich geen nieuwe gebeurtenissen voorgedaan die aanleiding zouden kunnen zijn voor een wijziging van onze huidige strategische visie (zie Carmignac's Note "Het moment van de waarheid"). De negatieve marktreactie op het besluit van de Fed om de rente ongewijzigd te laten was een bevestiging van het uitermate lastige parket waarin de Amerikaanse centrale bank zich momenteel bevindt. De beleggers

“
De wet van de afnemende meeropbrengst maakt het onwaarschijnlijk dat het extreem verruimend beleid in de toekomst wel effect zal sorteren.
”

zijn, zes jaar na de invoering van een qua omvang ongekend verruimend monetair beleid, enerzijds zeer bezorgd over de invoering van een verkrappend monetair beleid (de

reden dat Janet Yellen terugkwam op haar voornemens), maar uiten anderzijds ook hun bezorgdheid over het aanhouden van de uitzonderlijke monetaire omstandigheden, omdat dit terecht kan worden beschouwd als een bewijs van hun gebrekkige effect op de stand van zaken in de reële economie.

Nu de mogelijke afsluiting van de Quantitative Easing als het zwaard van Damocles boven de wereldeconomie hangt, breekt er voor de markten, na zes jaar van vertrouwen in de ondersteuning door de centrale banken, een periode van grote onzekerheid aan. Een zoveelste ondersteunende monetaire ingreep in de eurozone of in Japan is waarschijnlijk en zou het beleggersvertrouwen tijdelijk weer kunnen herstellen, maar de markt voor bedrijfsobligaties begint te verslechteren, terwijl er tegelijk sprake is van een wereldwijde economische vertraging, versterkt door de plotselinge afname van de bedrijvigheid in China en de daarmee

gepaard gaande deflatoire druk. Wat de nog steeds met een hoge schuldenlast kampende wereldeconomie nodig heeft, is een versnelling van



de economische groei, van de VS tot China en van Europa tot Japan. Dit is echter een bereik waar de centrale banken naar eigen zeggen geen grip op hebben. Sinds 2009 hebben ze de markten beschermd en overheden mogelijkheden geboden noodzakelijke hervormingen door te voeren. Deze hervormingen hebben slechts mondjesmaat plaatsgevonden en de mogelijkheden hiertoe beginnen af te nemen, terwijl de groei te laag blijft om de schuldenlast terug te brengen en de inflatie maar niet toeneemt. De voorzichtige samenstelling van onze

portefeuilles blijft gehandhaafd en gericht op aandelen met een goede voorspelbaarheid en op een hogere blootstelling aan schatkistpapier met een hoge duration.

Een vertragende wereldeconomie

De verergerde vertraging van de Chinese economie door de uitstroom van het overschot aan liquiditeiten (zie onze Note van september) is duidelijk zichtbaar: volgens de cijfers van het Chinese bureau voor de statistiek, dat niet bekend staat om haar pessimistische houding, is de winst van de Chinese industrie in augustus met nog eens 8,8% gedaald (auto-industrie -22%, olie-industrie -72% en telecom -10%). De normalisering van de onroerendgoedmarkt blijft aanhouden (in ieder geval in de grote steden) en de consumptie blijft op een redelijk niveau. Onze waarnemingen ter plaatse bevestigen onze bezorgdheid dat de kapitaalvlucht in augustus, versterkt door de ondoordachte devaluatie van de yuan en vervolgens de invoering van valutabeperkingen hun sporen hebben achtergelaten in het vertrouwen van de private sector. De overheid zal er waarschijnlijk uiteindelijk wel in slagen de groei weer in goede banen te leiden en voor een goed langetermijnperspectief te zorgen. De weg hier naartoe is echter moeilijk en wordt gehinderd door politieke prioriteiten en een grote industriële overcapaciteit die moet worden geabsorbeerd.

Wat Brazilië betreft, is het land deels slachtoffer van de vertraging in China en deels zelf verantwoordelijk voor zijn ellende. Grote terughoudendheid is het devies. Door de verergerde crisis is het begrotingstekort toegenomen en het is terecht dat het geschatte overheidstekort over 2016 (begrotingstekort vóór financiering van de overheidsschuld), zonder geloofwaardige budgettaire hervor-

mings- of aanpassingsplannen, ertoe heeft geleid dat de S&P-rating van het land verlaagd is tot de junk-status.

In de Verenigde Staten houdt de consumptie weliswaar nog goed stand, maar de cijfers van de industriële activiteit van de afgelopen twee maanden zijn globaal zwak. De PMI van de maakindustrie is in september verder gedaald t.g.v. een afname van de nieuwe bestellingen. De werkgelegenheid, de tot op heden meest positieve indicator van de Fed, is in september duidelijk achterbleven op de verwachtingen.

In Japan, na een Quantitative Easing die dubbel zo groot was als in de VS, is het tempo van de onderliggende inflatie (+0,8%) enigszins geruststellend, maar de Tankan, de PMI van de maakindustrie over september, bevestigt dat de economische groei dicht bij de nul blijft.

In de eurozone is, ondanks de onmiskenbaar aantrekkelijke conjunctuur waar veel hoop op is gevestigd, de eerste voorspelling van de ontwikkeling van de consumentenprijzen

in september voor het eerst sinds zes maanden weer negatief (-0,1%). De groothandelsprijzen noteren een daling van -2,6%.

Deze wereldwijde vertragende trend zou niet zo ernstig zijn als hij niet zou worden aangewakkerd door de ermee gepaard gaande deflatoire druk en niet zou samenvallen met twijfels over een adequaat antwoord hierop van de centrale banken.

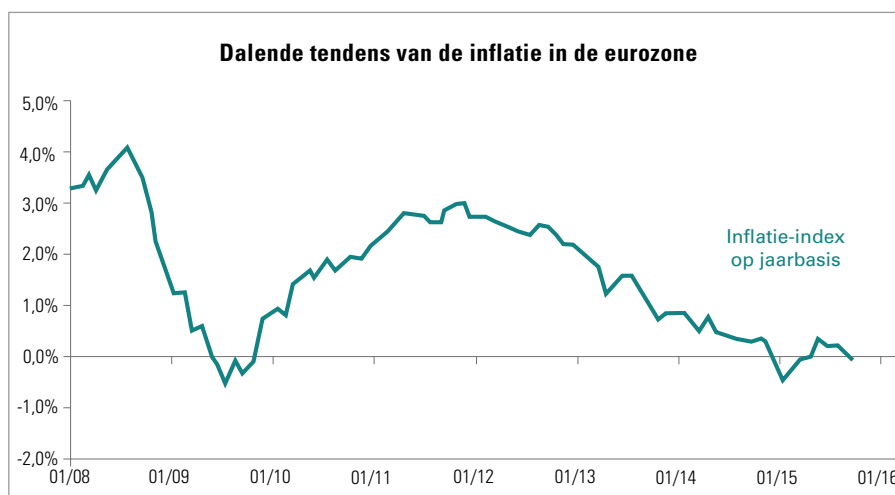
De vertrouwenskwestie

De Fed is door zijn munitie heen, nu de QE voorbij is en Janet Yellen er tot nu toe niet in is geslaagd ook maar de kleinste speelruimte te creëren met betrekking tot de rente. De Japanse nationale bank en de ECB beschikken in theorie nog over genoeg vuurkracht in hun liquiditeitenarsenaal. Maar de onvermijdelijke wet van de afnemende meeropbrengst maakt het zeer onwaarschijnlijk dat hun

extreem verruimend beleid, dat nu maar weinig effect sorteert op de reële economie, dat in de toekomst wel zal doen.

Vertrouwen is zo'n fundamentele

“*Deze wereldwijde vertragende trend zou niet zo ernstig zijn als hij niet zou worden aangewakkerd door de ermee gepaard gaande deflatoire druk.*”

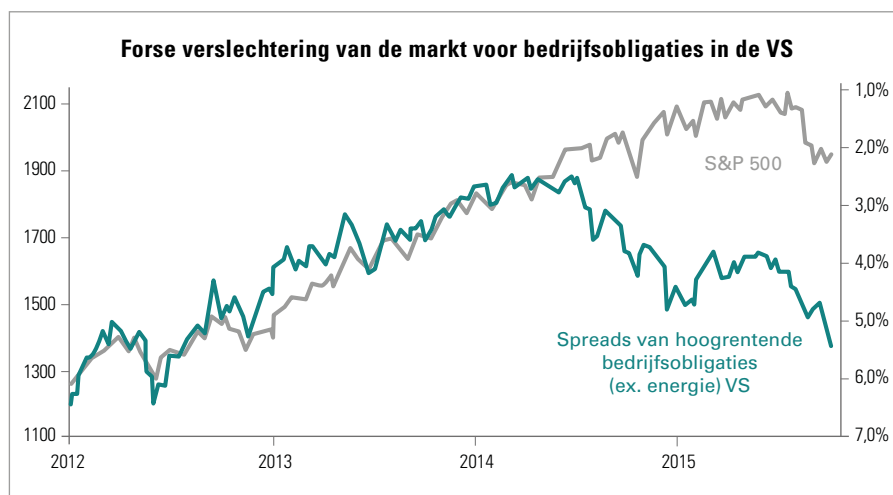


bouwsteen van het financiële systeem dat het moeilijk voorstelbaar is dat dit plotseling instort. De markten hebben niet te maken gehad met het plotseling omvallen van een grote bank. Ze gaan echter wel te kampen krijgen met het geleidelijke einde van een periode waarin het mogelijk was de economische realiteit grotendeels te negeren ten gunste van een ongekeerde golf liquiditeiten, geruggenstund door een garantie van de centrale bank. Inmiddels zullen ze het hoofd moeten bieden aan de realiteit van de economische vertraging in de opkomende landen en het risico hiervan voor het bescheiden herstel van de Amerikaanse economie en de zeer kwetsbare Europese en Japanse conjunctuur.

In het licht van deze fundamentele overgang is de recente verslechtering van de markt voor hoogrentende bedrijfsobligaties zeer zorgwekkend; deze wijkt nu sterk af van de aandelenmarkt, zelfs als we de oliesector buiten beschouwing laten, terwijl deze twee markten van oudsher zeer sterk gecorreleerd zijn.

De vertrouwenskwesitie treft ook rechtstreeks het activabeheer

Het passieve beheer vormt sinds zes jaar een geweldige uitdaging voor het actieve beheer, doordat het mee bewoog met marktstijgingen die niet aan criteria voor fundamentele analyse voldeden, maar slechts op kapitaalstromen reageerden. De op til zijnde turbulente periode betekent het einde van de ononderbroken stijging van de indexen en zou dus het lot kunnen beslechten van het benchmarkgebonden beheer. Deze overgang vormt een historische kans voor actief beheerde portefeuilles en vormt tegelijk een uitdaging van formaat die geleidelijk zal moeten worden aangegaan. Hoewel onze strategische analyse nog steeds door de feiten wordt gestaafd, heb-



Source : Datastream

ben we in augustus kortdurend de schokken van de marktbevingen moeten ondergaan, doordat pas later duidelijk werd dat de devaluatie van de Chinese munt de katalysator was voor een enkele dagen aanhoudende verstoring van de wereldwijde markten. Ten gevolge hiervan hebben we in bepaalde fondsen de sinds begin dit jaar behaalde winst moeten prijsgeven. Fouten zijn een onderdeel van actief beheer, maar deze hadden we duidelijk kunnen vermijden. We zijn nu waakzamer, maar onze strategische analyse blijft ongewijzigd. We zijn er ons van bewust dat deze opnieuw ingaat tegen de consensus, die het idee van een fundamentele overgang afwijst en liever in de eeuwig durende macht van de centrale banken blijft geloven. Het devies "Don't fight the Fed" - en nog minder de ECB - blijft onverminderd van kracht. Onze in de afgelopen 27 jaar opgebouwde ervaring heeft ons echter geleerd dat vertrouwen begint bij sterke overtuigingen en afkeer van conformisme. We zullen in de toekomst wellicht weer fouten begaan, maar als dit gebeurt, is het terwijl we niet aflatend hard werken binnen het dubbele mandaat dat onze beleggers ons geven: hun kapitaal behouden wanneer het risico op een grote marktcorrectie groot is en op lange termijn een goed rendement genereren. We zijn ons er terdege

van bewust dat vertrouwen niet op afroep beschikbaar is, maar dat het op termijn verdiend wordt.

Voltooid op 05/10/2015

Beleggingsstrategie

Valuta's



De belangrijkste internationale valuta's - de Amerikaanse dollar, de euro, de yen en het pond sterling - zijn de afgelopen maand vrijwel stabiel gebleven. De valuta's van de opkomende landen met de zwakste kerncijfers zijn daarentegen verder gedaald. Zo verloor de Braziliaanse real alleen al in september bijna 10%. Dit klimaat was gunstig voor onze valutapositionering, die hoofdzakelijk gericht is op munten van ontwikkelde landen (met de euro voorop). Onze short-posities op valuta's van de meest kwetsbare opkomende landen waren winstgevend en we hebben deze dan ook gehandhaafd.

Obligaties

750	26.26	12:17:09
900	31.84	12:18:08
1054	57.51	12:18:14
1618	16.49	12:18:06
692	18.84	12:17:55
553	54.00	12:17:32
118	7.14	12:17:28

De rente op staatsobligaties is in september gedaald. Dat geldt niet alleen voor de veilige havens, maar ook voor Amerikaanse en Duitse obligaties en schuld papier van de Europese perifere landen. Door onze posities in Amerikaanse staatsobligaties te versterken, hebben we de modified duration van onze algemene strategie in de loop van de maand dicht tot het toegestane maximum opgevoerd. Aangezien de bezorgdheid over de internationale groei steeds groter wordt en de deflatoire druk hoog blijft, zal deze defensieve strategie naar verwachting zijn vruchten blijven afwerpen.

Aandelen



In september hield de in augustus ingezette neerwaartse trend op de aandelenmarkten aan, waardoor de totale daling van de afgelopen twee maanden meer dan tien procent bedraagt. Hoewel het epicentrum van deze correctie in China lag, bleken de ontwikkelde markten niet beter bestand tegen deze situatie dan de opkomende markten. Japan en Europa bleven tot de zwakst presterende regio's behoren. In dit klimaat zat er weinig beweging in onze portefeuille, die een evenwichtige geografische spreiding heeft en hoofdzakelijk uit kwaliteitseffecten bestaat. We blijven de voorkeur geven aan bedrijven waarvan de winstgroei minder afhankelijk is van de wereldwijde groei en die een gezonde balans hebben en/of een sterke kasstroom genereren. Om in deze bijzonder instabiele context de blootstellingsgraad van onze wereldwijde fondsen op een zeer laag niveau te handhaven, hebben we onze afdekking van de grote internationale indexen aangehouden. Op korte termijn zal het rendement van de fondsen vooral afhangen van onze effectenselectie.

Grondstoffen



Carmignac Portfolio Commodities behaalde deze maand een negatief resultaat, maar presteerde beter dan zijn refe-

rentie-indicator. Door de zeer volatiele context op de grondstoffenmarkten handhaaft het fonds een voor een gespecialiseerd aandelenfonds lage blootstellingsgraad. We blijven bepaalde posities op selectieve wijze versterken, vooral in de energiesector. De meest recente economische ontwikkelingen hebben onze positieve visie op het evenwicht op middellange termijn tussen vraag en aanbod op de oliemarkt namelijk niet weerlegd. Daarom profiteren we van het volatiele marktklimaat door tegen een aantrekkelijke koers onze posities in kwaliteitseffecten waarvan de waardering niet overeenkomt met de kerncijfers, te versterken.

Dakfondsen



Aangezien onze defensieve positionering het verlies op de onderliggende fondsen niet kon compenseren, was het een teleurstellende maand voor onze dakfondsen. Toch werd de blootstellingsgraad aan het eind van de maand op een gematigd niveau gehandhaafd. De spreiding van de portefeuille naar activaklasse zal van doorslaggevend belang zijn bij het overbruggen van deze lastige fase van hoge volatiliteit. In onze dakfondsen komt deze factor tot uiting in een verhoogde blootstelling aan de Japanse yen, die als een veilige vluchthaven fungeert.

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. De toegang tot de fondsen kan beperkt zijn voor bepaalde personen of in bepaalde landen. De fondsen houden een risico op kapitaalverlies in. De risico's en kosten staan beschreven in de EBI-documenten (essentiële beleggersinformatie). De prospectussen, de EBI-documenten en de jaarverslagen van de fondsen zijn te vinden op de website www.carmignac.com.

Carmignac Gestion, 24 place Vendôme - 75001 Paris. Tel: (+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. Tel: (+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 23 000 000 Euro - Luxemburg Handelsregister B67549