



## LEVE DE VRIJHEID!

### Didier Saint-Georges

Lid van het Investeringscomité  
Managing director

« *Wie zou u zijn en wat zou u doen als u niet bang was?* »

**David Brooks**  
The New York Times

Nadat de vrijheid van meningsuiting in januari door een terroristische aanslag al om zeep was geholpen (ook in Parijs), was op 13 november een andere vorm van vrijheid aan de beurt: die van het pikken van een terrasje of het in

“  
*In Europa vertoont de bancaire kredietverlening nu een groei van hooguit 1% op jaarbasis. In oktober viel dit cijfer zelfs terug naar 0,4%.*

”

alle rust en met respect voor anderen bijwonen van een concert.

Oftewel: gewoon te leven. Het is nu aan de politiek om eensgezind maatregelen te treffen tegen de terroristische dreiging. Maar het is aan ons, ieder op zijn of haar manier, om deze moordenaars elke zweem van een overwinning te onthouden door ons meer dan ooit vrij te blijven gedragen. Ook al is de manier waarop men zich gedraagt een wel heel onbeduidend antwoord op al die wreedheid, toch getuigt deze dagelijkse vrijheid, hoe bescheiden ook, van één van de waarden waaraan wij het meest gehecht zijn.

Op het professionele vlak betekent dit voor velen van ons - hoop ik - dat we onafhankelijk blijven denken, ondanks allerlei vormen van druk die vaak door de meerderheid worden uitgeoefend. Door onze overtuigingen in alle vrijheid, en soms hardnekkig, te verdedigen op momenten waarop we daar een goede reden voor hebben, in plaats van toe te geven. Of door onze fouten juist te

erkennen en ze te durven corrigeren. Daar moet je soms een beetje koppig voor zijn, maar wie zei dat het makkelijk was om aan



© www.thinkstock.com

onze vrijheid van denken vast te houden?

Beleggers zouden vandaag de dag misschien moeten nagaan of ze in hun vakgebied niet zijn vastgeroest in oude gewoonten. De meesten van hen vinden het vaak moeilijk om bepaalde strategieën los te laten die ze lange tijd met succes hebben toegepast. Dat is nog eens aangetoond, voor zover dat nodig was, door de schade die elke ommekeer in de trend aanricht, zoals het einde van de

dominante positie van technologische bedrijven rond de eeuwwisseling, van financiële waarden in 2008 en van grondstoffen vier jaar geleden. We zijn ervan overtuigd dat we ons vandaag de dag moeten afvragen of de markttrend van de afgelopen zeven jaar wel zal aanhouden.

### **In de Verenigde Staten wordt het risico van een economische vertraging door de markt onderschat.**

Terwijl er een cyclus van stijgende rente voor de deur staat, zijn de bedrijfswinsten in het derde kwartaal aan een neerwaartse trend begonnen omdat de huidige economische cyclus al zeven jaar oud is. Vooral dankzij de lagere loonkosten en de dalende rente stegen de bedrijfsmarges tot voor kort flink en werden er recordhoogtes bereikt. Door de huidige daling van de werkloosheid beginnen de loonkosten te stijgen en ook de toekomstige ontwikkeling van de rente vormt een negatieve factor. Daarom gaan de bedrijfsmarges onherroepelijk omlaag; een stijging van de dollar zal deze ontwikkeling nog versterken. De conclusie is dat de bedrijfsinvesteringen minder in staat zullen zijn de groei aan te jagen. Is de consumptie dan in staat deze functie over te nemen? Dankzij de dalende trend van zowel de spaarrente als de financieringskosten kon de consumptie zich ondanks de lagere lonen tot voor kort bijzonder goed handhaven. De spaarrente is nu al drie jaar niet meer gedaald (het beruchte 'welvaartseffect' werkt niet meer) en het consumentenvertrouwen (met als maandelijkse graadmeter de 'Consumer Confidence Index' van de 'Conference Board') neemt sinds begin dit jaar af. Daarom is het erg onwaarschijnlijk dat de

consumptie in de Verenigde Staten weer zal stijgen, ondanks een lichte toename van het gemiddeld inkomen.

De export ten slotte is momenteel als rendementsbron bijzonder kwetsbaar. Dat komt doordat de industriële activiteit in China verder daalt, wat de bedrijven ertoe brengt hun overcapaciteit te gelde te maken door de exportprijzen te verlagen, waardoor de omzet van Amerikaanse exporteurs verder onder druk komt te staan.

Deze algemene vooruitzichten zijn momenteel niet ingeprijsd in de S&P 500-index (die nog steeds op 2% onder zijn recordhoogte staat). Een van de belangrijkste oorzaken zijn de financiële ingrepen, met name de omvangrijke aandeleninkoopprogramma's, waardoor de winst per aandeel steeds is toegenomen. De aangekondigde rentestijging heeft gevolgen voor een nettoschuld van de Amerikaanse bedrijven die in drie jaar met 80% is toegenomen (van 1,5 biljoen dollar in 2012 naar

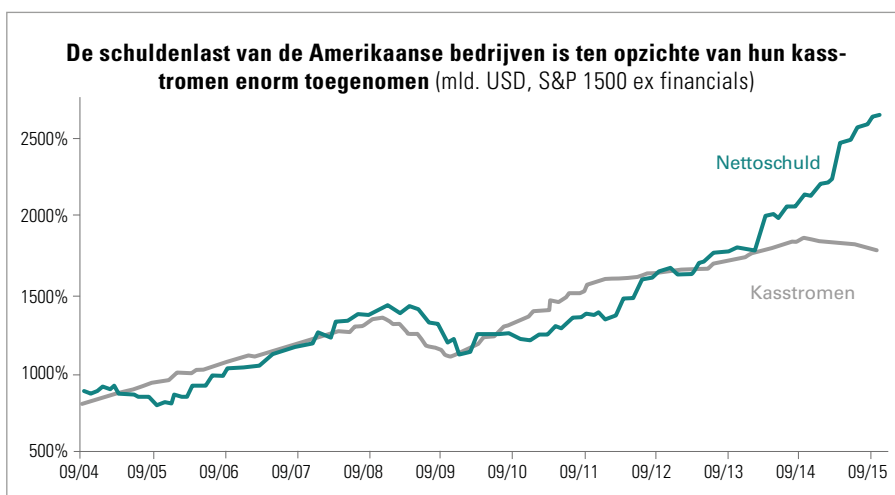
bijna 2,8 biljoen in 2015) en zal ongetwijfeld een rem zetten op de kunstmatige stimulering van de resultaten per aandeel.

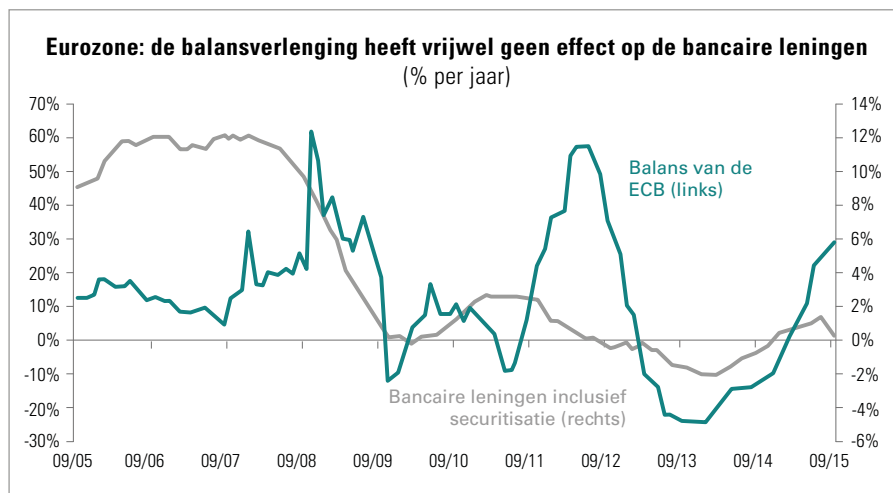
### **Met de cyclische verbetering die Europa sinds begin dit jaar kent, is het groeipotentieel grotendeels verbruikt.**

Volgens de jongste statistieken zal die verbetering waarschijnlijk ook in het vierde kwartaal aanhouden. Maar er zijn steeds meer redenen om te anticiperen op een vertraging van de eurozone in de komende kwartalen. De positieve effecten van de zeer sterke daling van de euro, de instorting

van de energieprijzen, een wat minder streng begrotingsbeleid en het verbeterde sentiment, beginnen aan kracht in te boeten, terwijl het internationale klimaat minder gunstig wordt. Tegelijkertijd vertoont de bancaire kredietverlening, die sinds februari 2014 in de lift zat, nu een groei van hooguit 1% op jaarbasis. In oktober viel dit cijfer zelfs terug naar 0,4%. De leningen voor achterstallige rentebetalingen van in to-

“*Zeven jaar na de grote crisis van 2008 is de economische groei nog altijd erg zwak, terwijl de aan het financiële systeem verbonden risico's zijn toegenomen.*”





Bron : SG Cross Asset Research/Forex, november 2015

taal een biljoen euro die nog in de boeken van de Europese banken staan, hebben hier ongetwijfeld iets mee te maken. Frankrijk en Italië zijn de twee laatste landen die een positief, hervormingsgezind signaal hebben afgegeven, al heeft dit tot nu toe nauwelijks effect gehad op het tempo van de investeringen, dat erg laag blijft. Er zit voor Mario Draghi niets anders op dan opnieuw het wapen van een lagere euro uit de kast te halen in zijn pogingen om de export te stimuleren en een beetje inflatie te creëren. Gezien de huidige cyclus van de wereldeconomie en de door de vertraging in de opkomende landen veroorzaakte deflatoire druk, moeten we niet teveel verwachten van dergelijke maatregelen.

**Deze analyse kan pessimistisch of voorbarig lijken.** Maar zeven jaar na de grote crisis van 2008 moeten we wel constateren dat de aanpak ervan door de centrale banken niet meer heeft opgeleverd dan een zeer magere economische groei, terwijl de aan het financiële systeem verbonden risico's zijn toegenomen. Aangezien de beleggers nog beneveld zijn door de magische steun van de centrale banken, kan het nog wel even duren voordat ze op

deze discrepantie gaan reageren. Maar de markten zijn naar onze mening inmiddels een stuk kwetsbaarder geworden door de groeivertraging in de opkomende landen en de poging van de Fed om het Amerikaanse monetaire beleid te normaliseren.

We denken dat voor actieve portefeuillebeheerders die hun kapitaal willen beschermen nu het moment is gekomen om meer afstand te nemen van de indexen. Dat houdt in dat de 'bèta' (blootstelling aan het marktrisico) van de portefeuilles omlaag moet en dat er veel meer prioriteit moet worden gegeven aan het genereren van alfa, niet alleen als rendementsbron, maar uiteindelijk ook als extra tool bij het risicobeheer.

Voltooid op 01/12/2015

# Beleggingsstrategie

## Valuta's



In november heeft de euro zijn dalende trend weer opgepikt. Dit kwam vooral omdat de Europese Centrale Bank nogmaals aangaf vastbesloten te zijn de deflatoire druk in de eurozone aan te pakken. Deze deflatoire druk is weer toegenomen nu de olieprijsen opnieuw zijn gedaald. De valuta's van opkomende landen reageerden gemengd op deze dalende trend. De valuta's die het meest zijn blootgesteld aan het grondstoffenrisico, zoals de Russische roebel, de Indonesische roepie en de Colombiaanse peso, moesten veel terrein prijsgeven. In onze valutastrategie houden we ons daarom nog steeds afzijdig van de valuta's van opkomende landen. Wat betreft de valuta's van ontwikkelde landen hebben we als gevolg van het groeiende verschil in monetair beleid tussen Europa en de VS een lichte voorkeur voor de Amerikaanse dollar.

## Obligaties

750	26.26	12:17:07
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
...	7.14	12:17:28

In de eurozone is de rente op staatsobligaties in zowel de perifere als de kernlanden gedaald. Dit komt door de groeiende deflatoire druk en de reactie van Mario Draghi daarop. Hij gaf nogmaals aan vastbesloten te zijn om alle beschikbare middelen op het gebied van monetair beleid

in te zetten. Het lijkt er tevens op dat beleggers geen rekening meer houden met prijsverschillen als gevolg van het verschil in risico tussen de perifere en kernlanden, maar alleen oog hebben voor de economische fundamentals van de eurozone, te weten groei en inflatie. Deze context was gunstig voor onze gediversifieerde en evenwichtige positionering in staatsobligaties uit de eurozone, die een positieve bijdrage leverde aan het resultaat over de afgelopen maand.

## Aandelen



Na de sterke opleving in oktober maakten de mondiale aandelenmarkten in november pas op de plaats. Dit verhuut echter grote verschillen tussen sectoren: vooral de technologische waarden presteerden uitstekend, terwijl de mijnbouwsector nog steeds gebukt ging onder de dalende grondstoffenprijzen. We denken dat onze portefeuille nog steeds goed aansluit op de huidige marktomstandigheden, dankzij een evenwichtige regionale spreiding en een overweging van bedrijven waarvan de winstverwachting nauwelijks afhankelijk is van het macro-economisch klimaat. We hebben onze selectie van technologische waarden uitgebreid door een positie in de Chinese internetverkooper JD.com op te bouwen. Na de beurscorrectie van augustus dit jaar was het aandeel aantrekkelijk gewaardeerd. Verder hebben we onze afdekking van de grote internationale indexen aangehouden om de blootstellingsgraad van onze wereldwijde fondsen op een zeer laag niveau te handhaven. Het rendement van de aandelen van deze fondsen blijft dus gebaseerd op arbitragestrategieën.

## Grondstoffen



Carmignac Portfolio Commodities heeft deze maand een licht negatief resultaat behaald. Vanwege de onverkort volatiele en onvoorspelbare situatie op de grondstoffenmarkten handhaaft het fonds een voor een gespecialiseerd aandelenfonds lage blootstellingsgraad. Daarnaast hebben we een aantal posities van de hand gedaan (zoals Syngenta, Potash en CF Industries) om vooral waarden die naar onze mening over sterkere fundamentals beschikken en aantrekkelijker gewaardeerd zijn in portefeuille te houden.

## Dakfondsen



Onze dakfondsen presteerden in november neutraal, wat vooral verklaard wordt door de voorzichtige blootstellingsgraad die we de hele maand hebben gehandhaafd. Terwijl de volatilititeit op de aandelenmarkten in november weer is toegenomen, blijft onze portefeuilleopbouw gebaseerd op enerzijds een evenwichtige allocatie aan uiteenlopende activa en anderzijds arbitragestrategieën om in de huidige marktomstandigheden de gewenste risicorendementsverhouding te bereiken.

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](http://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