



HET MOMENT VAN DE WAARHEID

Didier Saint-Georges

Lid van het Investeringscomité

Managing director

Al vanaf het begin van het jaar hameren we erop dat de financiële markten steeds kwetsbaarder worden (zie met name Carmignac's Note van april "Een kwetsbare wereld" en juli "De grote overgang is begonnen"). Al vijf jaar worden de markten overeind gehouden door enerzijds de centrale banken, die over hoe langer hoe minder vuurkracht beschikken, en anderzijds een wereldwijde groei die maar niet op gang wil komen. Het moest een keer gebeuren dat er een vonk op dit uiterst brandbare mengsel terecht zou komen. Die vonk,

“

Het voornaamste risico schuilt in de wisselwerking tussen de grote overgangsprocessen die de Fed en de Chinese overheid proberen in te leiden.

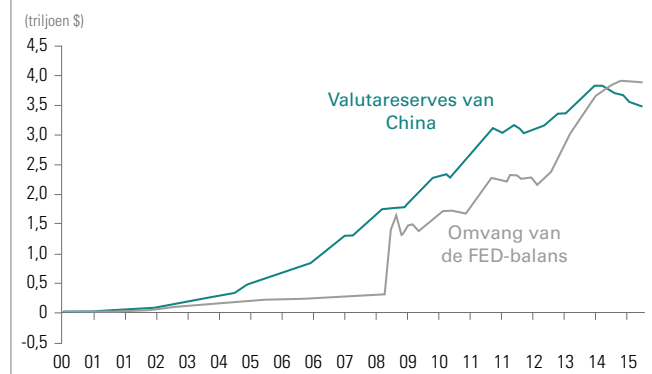
”

dat was het besluit van de Chinese centrale bank op 11 augustus jongstleden om de pariteit van de Renminbi met een paar procent te laten schieten. Die beslissing was slechts een katalysator.

Ook al is de Chinese groei sterk verzwak, en daarmee vertellen we niets nieuws, er is er geen enkel betrouwbaar cijfer dat erop wijst dat die groei recentelijk is ingestort, wat een reden zou zijn om via een banale devaluatie de munt te beschermen. De zaak zit veel ingewikkelder in elkaar en is ook explosiever. De kern ervan is de botsing tussen enerzijds de overgangsfase waarmee de Verenigde Staten de in 2009 begonnen noodmaatregelen afsluiten, en anderzijds die van China, dat op geforceerde wijze een diepgaande herstructurering van zijn economie wil doorvoeren en zijn kapitaalmarkten wil liberaliseren. De enorme hoeveelheid liquiditeiten die er de afgelopen zes jaar wereldwijd in het financiële systeem zijn gepompt en waardoor de prijzen van financiële activa omhoog konden schieten (+200% voor de S&P500-index sinds het laagterecord van 2009), begint zijn grenzen te bereiken. Hetzelfde geldt voor de sterke toename van de Chinese valuta-reserves en de ongekende daling van de rentetarieven. De gevolgen

van de beëindiging van de Quantitative Easing door de Fed in oktober 2014 en de onvermijdelijke maatregelen tegen de Chinese kredietzeepbel beginnen

Door de beëindiging van het QE-programma zijn de Chinese valuta-reserves gedaald



Source : www.db.com, 31/08/2015

in het financiële systeem zichtbaar te worden op een moment dat de wereldeconomie nog altijd instabiel is en de Chinese groei vertraagt. Door deze verslechtering van de wereldwijde liquiditeitsvoorwaarden (vooral als de kapitaaluitstroom uit China en de opkomende markten doorzet) dreigt de deflatoire druk op de ontwikkelde economieën toe te nemen. En daar zit men allesbehalve op te wachten. Vooruitlopend op deze problematiek beginnen de markten momenteel aan een instabiele tussenfase. Nu deze

situatie werkelijkheid is geworden, kiezen we voor de zeer voorzichtige beleggingsstrategie die we sinds begin dit jaar hebben voorbereid.

Het risico voor de ontwikkelde landen ligt niet zozeer in een verdere vertraging van de Chinese economie, maar veeleer in de forse achteruitgang van de Chinese betalingsbalans. De economische vertraging in China is bij iedereen bekend en de in augustus gepubliceerde economische cijfers (industriële activiteit, export, investeringen) bevestigen die trend alleen maar. Wat minder bekend is, is het tempo waarin de bbp-bijdrage van de dienstensector die van de industrie voorbijstreeft (deze ligt nu 15% hoger). Deze economische herstructurering is bijzonder pijnlijk voor de handelspartners van China. Het huidige groeicijfer, dat we op 5% per jaar schatten, wordt door hen uiteraard als een harde landing ervaren (de consumptie-uitgaven op zich groeien met ongeveer 10% en de e-commerce kent een groeitempo van 38% per jaar).

De ware problematiek ligt elders. Door het einde van de Quantitative Easing en het vooruitzicht dat de Fed haar beleidsrente gaat verhogen, is er een krachtige uitstroom ontstaan van kapitaal dat sinds 2009 in China was belegd (eigenlijk was dat al in 2003 begonnen). De neerwaartse druk op de Renminbi die hiervan het gevolg was, werd vergroot door het besluit van de Chinese overheid van 11 augustus om de systematische koppeling aan de Amerikaanse dollar daadwerkelijk los te laten. Hierdoor is de Chinese overheid voortaan aangewezen op de valutareserves om een ongecontroleerde devaluatie van hun munt te voorkomen. Het is ongetwijfeld waar dat China over een aanzienlijke hoeveelheid valutareserves beschikt en ruimschoots in staat zou moeten zijn om deze situatie het hoofd te bieden. Maar als China zijn valutareserves gaat gebruiken om zijn munt te ondersteunen, is dat een ingrijpende ommekeer in de trend van de laatste zes jaar, die aansluit op de ambitie die China heeft

getoond om de RMB op te tillen tot het niveau van een sterke en stabiele munt die op korte termijn aanspraak zou kunnen maken op de status van reservevaluta. Deze ontwikkeling krijgt nu wel volop tegenwind van een sterk vertragende Chinese economie en een wereldeconomie die nog steeds afhankelijk is van geldcreatie.

In sommige rapporten wordt het kapitaal dat China de komende twaalf maanden zou kunnen verlaten via de afwikkeling van de bekende carry trades (een van de uitwassen van de Amerikaanse geldschepping van de afgelopen jaren) geraamd op meer dan 600 miljard dollar.

Door deze druk zou de Chinese overheid uiteindelijk kunnen besluiten haar munt verder te laten dalen in plaats van haar valutareserves nog verder te laten slinken. Bij een dergelijke capitulatie voor de markten zouden de handelspartners van China een middel toegediend krijgen dat erger is dan de kwaal. China zou op die manier namelijk de deflatoire druk van het land via een devaluatie van zijn munt naar zijn handelspartners "exporteren". Aan dit zorgwekkende toekomstbeeld kunnen we nog toevoegen dat er veel minder op wordt vertrouwd dat de Chinese overheid deze situatie onder controle

zal houden. Laatstgenoemden hebben onlangs veel van hun geloofwaardigheid verloren toen zij begin dit jaar op een zeer onhandige manier een zeepbel op de binnenlandse aandelenmarkt creëerden door particulieren aan te zetten speculatieve aankopen te doen en vervolgens heel slecht reageerden op de uitbarsting van die zeepbel, waardoor honderden Chinese aandelen nog altijd zijn opgeschort.

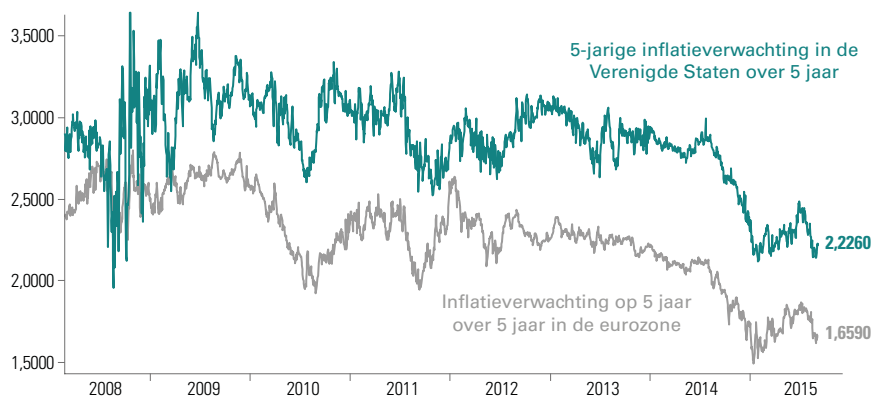
Een vertraging van de economie en een verkrapping van de liquiditeiten gaan slecht samen. De structuur van het geheel is bijzonder instabiel (zie

"Een kwetsbare wereld") omdat financiële activa door alle monetair ondersteuning die het wereldwijde financiële systeem sinds 2009 heeft gekregen fors in waarde zijn gestegen, terwijl diezelfde ondersteuning in de ontwikkelde economieën hooguit een zeer bescheiden groei teweeg heeft kunnen brengen. Ondanks een opwaartse herziening voor het tweede kwartaal zal de groei van de Amerikaanse economie dit jaar am-

per 2% bedragen. Het lijkt erop dat het herstel in de eurozone doorzet, maar in 2015 zal de groei nauwelijks boven de 1,5% uitkomen. Nu de monetair ondersteuning van de markten dreigt

“*Laten we niet vergeten dat het scenario van een weer afzwakkende groei en een toenemende deflatoire druk niet compatibel is met een wereld die nog altijd gebukt gaat onder een te zware schuldenlast.*”

De inflatieverwachting stelt de geloofwaardigheid van de centrale banken op de proef

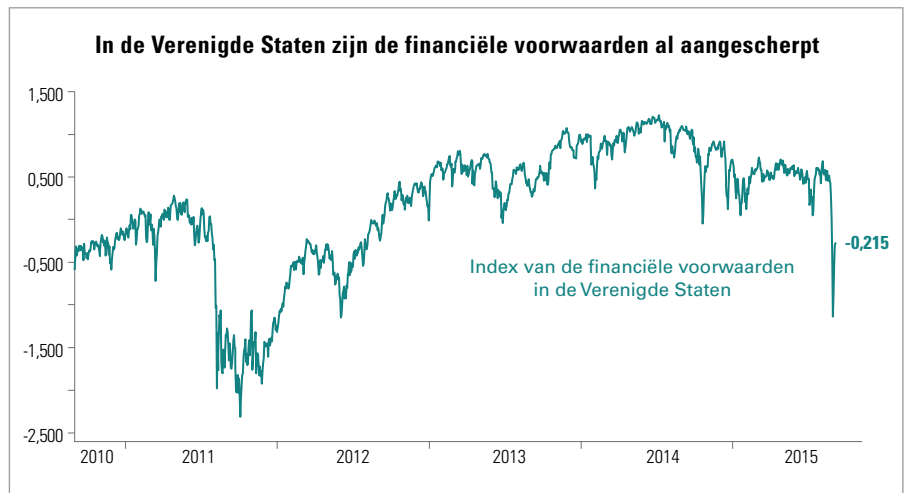


Source: Bloomberg, 31/08/2015

af te nemen, is het huidige niveau van de waarderingen kwetsbaar geworden doordat de Chinese locomotief vaart heeft geminderd, wat een versnelling van de wereldwijde groei onmogelijk maakt. Bovendien zijn de centrale banken er duidelijk niet in geslaagd om met hun liquiditeitsvloed de inflatie in de ontwikkelde economieën uit de gevarenzone te trekken. Door een algemene verzwakking van de opkomende landen en hun valuta's zou de deflatoire druk, die toch al wordt verhoogd door de instorting van de energieprijzen, weer toenemen. Dit zou weer extra problemen opleveren voor de Amerikaanse en Europese economieën.

De fata morgana van een eeuwige QE

Veel beleggers baseren hun vertrouwen in de markt op de verwachting dat de aanhoudend zwakke groei van de wereldeconomie de beste garantie vormt voor een niet-aflatende monetaire ondersteuning door de centrale banken van de ontwikkelde landen. Door dit vertrouwen kon elk negatief bericht over de economie stelselmatig als positief nieuws voor de markten worden geïnterpreteerd. De toenemende kapitaaluitstroom uit de opkomende landen, waardoor de liquiditeiten wereldwijd afnemen, is de eerste ontwikkeling die aan de fundamenten van deze comfortabele positie rammelt. Maar daarnaast beseffen de centrale banken terdege dat ze door een dergelijke vlucht naar voren, die tot eeuwige geldschepping leidt en de financiële activa sneller in waarde laat stijgen dan dat de economische activiteit erdoor wordt gestimuleerd, hun eigen geloofwaardigheid op het spel zetten. Alle ogen zijn nu op Janet Yellen gericht. Zij moet nog vóór het einde van het jaar de uiterst gevoelige keuze maken tussen nog even naar voren vluchten om de Amerikaanse economie te beschermen tegen de dreiging uit China, of beginnen met het verhogen van de beleidsrente om de geloofwaardigheid van de Fed te waarborgen, met het risico daarmee olie op het vuur te gooien.



Source: Bloomberg, 31/08/2015

Wat te doen?

De hoge volatiliteit waarmee de beleggers op de aandelenmarkt in augustus werden geconfronteerd, werd vooral veroorzaakt door de invloed van passieve en algoritmische strategieën, en de afdekking van enorme openstaande opties die automatisch tot aan- en verkooporders leidde, waardoor de bewegingen van de markt werden versterkt. Door deze enorme schommelingen was de toegevoegde waarde van fundamenteel beheer op korte termijn absurd laag. Maar we moeten veel verder vooruitkijken. Het risico op een verslechtering van de wereldwijde liquiditeitsvoorwaarden vormt een bedreiging voor de markten en is een reden om de blootstelling van alle activaklassen (aandelen, obligaties en valuta's) fors terug te brengen. Want laten we niet vergeten dat het scenario van een weer afzwakkende groei en een toenemende deflatoire druk niet compatibel is met een wereld die nog altijd gebukt gaat onder een te zware schuldenlast.

Uiteraard is een dergelijk vooruitzicht dermate ongunstig dat de markten aarzelen om er direct in mee te gaan. De centrale banken kunnen het moment van de waarheid heus nog wel even uitstellen door de markten nog maar eens op te kikkeren met de illusie van eeuwigdurende QE-maatregelen. En misschien lukt het de Chinese overheid om de kapitaaluitstroom tot stilstand te brengen, desnoods door opnieuw een vrijwel absolute controle over het kapitaalverkeer in te voeren.

Misschien moeten we in dat geval het gevaar als geweken beschouwen en de blootstellingsgraad weer tijdelijk op een ambitieuzer niveau brengen. Maar zelfs in dat geval blijft het meer dan ooit zaak om een aan het klimaat van zwakke groei aangepaste portefeuillesamenstelling te handhaven. Nu wedden op een versnelling van de economische cyclus getuigt volgens ons van pure blindheid. In een wereld waarin bedrijven die hun resultaten snel kunnen laten groeien steeds zeldzamer worden, zou echter het selecteren van dergelijke kampioenen, die vaak wereldwijd marktleider zijn in sectoren met een hoge toegevoegde waarde, het verschil kunnen maken als de beursindexen onder druk staan. Dat geldt ook voor de obligatiemarkt, waar het uiterst rigoureuze selecteren van emittenten van bedrijfsobligaties een bron van absoluut rendement zou kunnen zijn. In ieder geval krijgt actief beheer een historische kans om zich te onderscheiden van passief beheer.

Voltooid op 01/09/2015

Beleggingsstrategie

Valuta's



Het belangrijkste nieuws van de afgelopen zomer was de verlaging van de referentiekosten van de Chinese munt met bijna 3%, wat een schokgolf op alle financiële markten veroorzaakte. Alleen dankzij een omvangrijke interventie van de Chinese centrale bank kon de renminbi zich daarna stabiliseren. Aan het eind van een voor de valutamarkten zeer volatiele maand, sloot de euro af met een lichte stijging tegenover de Amerikaanse dollar dankzij de afwikkeling van met euro's gefinancierde speculatieve posities. Onze valutastrategie was erop gericht om deze ontwikkeling op te vangen door onze allocatie aan de euro ten opzichte van de dollar te verhogen. Verder hebben we short-posities geopend in Aziatische valuta's die onder druk staan door de daling van de Chinese munt, zoals de Koreaanse won.

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
158	7.14	12:17:28

De op de financiële markten waargenomen stress heeft niet tot een uitstroom naar veilige havens als staatsobligaties geleid. Door deze krachtige correctie, in combinatie met het uitblijven van een vlucht naar veilige havens, moesten we de tot nu toe opgebouwde winst helaas weer inleveren. In de ontwikkelde landen is de rente deze maand over het algemeen stabiel gebleven. Het enige dat opvalt is dat de Griekse 10-jaarsrente fors

blijft dalen en weer onder de 10%-grens is gedoken. Er zijn dus geen grote wijzigingen aangebracht in onze obligatiestrategie: we blijven met regelmaat winst nemen op staatsobligaties van Europese perifere landen en handhaven onze posities in bedrijfsobligaties uit de financiële sector.

Aandelen



Op de aandelenmarkten vond in de loop van augustus een gevoelige correctie plaats. Alle beurzen werden getroffen door een ontwikkeling waarvan het epicentrum in China lag. De zeer scherpe toename van de volatiliteit is nog zorgwekkender dan de absolute daling van de markt. Hieruit blijkt de ongerustheid van de beleggers, die heen en weer worden geslingerd tussen bezorgdheid over de mondiale groei en het wachten op nieuwe liquiditeitsinjecties van de centrale banken. In dit onzekere klimaat hebben wij onze aandelenblootstelling aanzienlijk verlaagd. Hoewel hernieuwde steunmaatregelen van de centrale banken de markten tijdelijk op de been zouden kunnen houden, hebben we twijfels over de ontwikkeling van de economische kerncijfers en we stellen ons dan ook voorzichtig op. Onze afdekkingsposities op de belangrijkste wereldwijde indexen doen niets af aan de onderliggende samenstelling van onze portefeuilles, die gepositioneerd blijven in kwaliteitsbedrijven die in staat zijn hun resultaat te laten groeien ongeacht de conjunctuur van de wereld-economie: we blijven dus profiteren van de outperformance van deze bedrijven, die aan de basis van het rendement van onze aandelenstrategie staan.

Grondstoffen



Carmignac Portfolio Commodities behaalde deze maand een negatief resultaat, maar presteerde ruimschoots beter dan zijn referentie-indicator. Dankzij een onderwogen positionering en een blootstelling aan kwaliteitsaandelen kon het Fonds de correctie op de markten gedeeltelijk absorberen. Deze correctiefase leverde een aantal interessante instapmogelijkheden op, vooral in de energiesector. We hebben van deze gelegenheid gebruikgemaakt door bijvoorbeeld een positie in het Amerikaanse exploratie- en productiebedrijf Synergy Resources Corporation te openen.

Dakfondsen



Dankzij een zeer reactief beheer van de blootstellingsgraad konden onze dakfondsen de in augustus opgetreden correctie op de markten behoorlijk absorberen. Zo werd de beleggingsgraad in de loop van de maand teruggebracht tot nabij het minimum en aan het eind van de maand weer licht verhoogd. Verder hebben we binnen de portefeuilles een gediversifieerde en evenwichtige allocatie gehandhaafd om de volatiliteitspieken van de markt op te kunnen vangen.

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