



VAN DIDIER SAINT-GEORGES

Lid van het Investeringscomité
Managing director

De eerste voorbeelden die onze diagnose van twee maanden geleden (zie Carmignac's Note van april, "Een kwetsbare wereld") illustreerden, lieten niet lang op zich wachten. Door de turbulentie die de afgelopen weken op de obligatie-, aandelen- en valutamarkten heerste, zijn de financiële markten hun flexibiliteit kwijtgeraakt. De markten zijn gevoelig geworden voor elke misstap, hoe klein ook, op het smalle pad van het perfecte scenario: voldoende groei, constante monetaire ondersteuning en een stabiele inflatie. De mate van volatiliteit op de markten zal afhangen van de wijze waarop deze drie pijlers zich ten opzichte van de verwachtingen

“Anticiperen op een blijvend lage inflatie getuigt, in ieder geval in de Verenigde Staten, van een zekere zelfgenoegzaamheid.”

gaan ontwikkelen. We moeten ons dus afvragen in hoeverre de markten een helder beeld hebben van deze drie pijlers van vertrouwen. Uit dit onderzoek zal blijken dat er meerdere scheuren in de pijlers zitten. De scheur waar de markten het minst op hebben geanticipeerd is misschien wel de mogelijkheid van een licht herstel van de inflatie in de tweede helft van het jaar.

Wat te zeggen over de economische cyclus?

Wij handhaven onze diagnose (zie Carmignac's Note van maart "Variaties op het thema gebrek"): het tempo van het wereldwijde economische herstel blijft laag doordat de wereld nog steeds niet hersteld is van de remmende werking die de grote crisis van 2008 op de groei heeft gehad. Het ongebreideld toepassen van "quantitative easing" heeft een soort beurtelingse valuta-oorlog veroorzaakt. De eurozone speelt hierin momenteel de hoofdrol en plukt er ook de meeste vruchten van, nog meer dan Japan. Maar deze grootschalige monetaire verruiming heeft geen versnelling van de wereldwijde groei kunnen veroorzaken, aangezien elke regio voor zijn groei kracht put uit de economie van zijn burens. Sinds het einde van de crisis in 2010 blijven we dus getuige van aarzelende en regionaal gebonden economische mini-cycli, die weinig bijdragen aan de potentiële groei op middellange termijn. Al sinds een aantal kwartalen wijzen we nadrukkelijk op de teleurstellende vitaliteit van de Amerikaanse economie. Dat is nu zo ongeveer doorgedrongen. De beleggers hebben de laatste maanden kunnen constateren dat de Amerikaanse indicatoren, voor zowel de industriële activiteit als het consumentenvertrouwen,

De drie pijlers van vertrouwen

zijn verzwakt en we kunnen met recht hopen dat ze hun verwachtingen hierop hebben afgestemd. Te oordelen naar de negatieve beursprestaties in mei van de sectoren auto-industrie, energie en basismaterialen lijkt ook in de eurozone het enthousiasme van de beleggers begin



© Thinkstock

dit jaar over een economisch herstel in Europa te zijn getemperd. Een scenario van een nog steeds gematigde, maar door de binnenlandse activiteiten aangejaagde groei zou voor de komende maanden een gunstige ontwikkeling zijn. De bezorgdheid van de beleggers lijkt zich nu te focussen op de vertraging van de Chinese groei (en op de volatiliteit van de binnenlandse aandelenmarkten!). Die bezorgdheid is te begrijpen. Toch wordt het feit onderschat dat de Chinese overheid deze plotselinge vertraging, die als een noodzakelijke investering wordt beschouwd om de economie van het land weer op de rails



van duurzame groei te zetten, grotendeels heeft gepland. De overheid beoogt nu het groeitempo op het huidige niveau te stabiliseren. Hoewel dit niet eenvoudig zal zijn, denken we dat het een haalbare kaart is. De economische situatie van Brazilië is weliswaar rampzalig, maar iedereen is hiervan op de hoogte. Het herstel van India zet echter door, zij het iets langzamer dan verwacht. Over het algemeen blijft het verschil tussen de sinds begin dit jaar optimistische financiële markten en de vooruitzichten van gematigde economische groei een bron van kwetsbaarheid. Maar het lijkt er in ieder geval op dat de realiteitszin van de beleggers erop vooruit is gegaan, waarmee het risico op teleurstellingen kleiner is geworden.

“De centrale banken zijn gedwongen dit tot een goed einde te brengen en de beleggers zijn gedwongen het risico dat het fout gaat te beheren.”

Wat te zeggen over de liquiditeit?

De monetaire verruiming is ongetwijfeld een belangrijke verklarende factor van de spectaculaire ontwikkeling die de financiële markten sinds drie jaar doormaken. Mocht het debiet van dit infuus onverwachts worden verlaagd, zal dit op de markten, die inmiddels extreem afhankelijk zijn geworden van deze behandeling, tot heftige ontweningsverschijnselen leiden. Het belangrijkste risico is een monetaire beleidsfout. Maar we constateren dat de centrale banken in Europa, de Verenigde Staten, Japan en China zich uiterst bewust zijn van deze verantwoordelijkheid. De Europese Centrale Bank en de Bank of Japan lijken vastbesloten om hun beloften na te komen. De voorzichtigheid van de Fed is voelbaar en de bank schenkt veel aandacht aan de manier waarop de markten haar intenties interpreteren. De Chinese centrale bank staat slechts aan het begin van een omvangrijk monetair verruimingsprogramma, dat nodig is om de economische activiteit van het land te

stabiliseren. De markten zullen dus nog voor langere tijd met liquiditeiten worden overgoten. Er moet wel een kritische noot bij deze vrolijke toekomstmuziek worden geplaatst: de obligatiemarkten hebben zich al ruimschoots tegoed gedaan aan deze overvloedige maaltijd. Hun buik zit dan ook vol en dat maakt ze kwetsbaar. Ondanks de steun van de centrale banken en zonder noemenswaardige externe schokken is de gemiddelde rente in de G7-landen hierdoor in twee weken met 0,5% gestegen (en de rente op Duitse 10-jaarsobligaties in minder dan een maand van 0,08% naar 0,73%).

Wat te zeggen over de inflatie?

Dat de inflatie zich wereldwijd op een zeer laag niveau zal handhaven is waarschijnlijk de verwachting die door de breedste consensus wordt gedeeld. Alles welbeschouwd was er een halfjaar geleden nog een enorm deflatiegevaar en zoals we hebben gezien heeft de wereldwijde groei voorlopig geen last van oververhitting. Maar misschien schuilt daarin juist een zekere zelfgenoegzaamheid, in ieder geval in de Verenigde Staten. Er zijn namelijk drie ontwikkelingen die zouden kunnen bijdragen aan een stijging van de inflatieverwachtingen op korte termijn. Ten eerste is er het basiseffect van de olieprijs, waarvan de stabilisatie contrasteert met de plotselinge terugval in de tweede helft van 2014, waardoor de inflatie plotseling daalde. Verder begint de verbeterde situatie op de arbeidsmarkt in de Verenigde Staten gevolgen te hebben voor de hoogte van de salarissen, die in

het eerste kwartaal van dit jaar de snelste stijging sinds 2009 kenden. Ten slotte is het aantal beschikbare huurwoningen in de Verenigde Staten fors gedaald, wat historisch gezien een betrouwbare indicator is voor een stijging van de huren op korte termijn. Deze laatste vormen een belangrijk onderdeel van de prijsindex. Door dit vooruitzicht van een groei die altijd onder zijn potentiële niveau zal blijven liggen, maar gepaard gaat met een zekere mate van inflatie wordt het voor de Fed nog moeilijker om de voorgenomen normalisering van het monetaire beleid soepel te laten verlopen. Dit vooruitzicht vormt tegelijkertijd een risico dat actief moet worden beheerd op de obligatiemarkten.

Kortom: de door de ongekende maatregelen van de centrale banken veroorzaakte prijsvervorming op de markten wordt zo langzamerhand getoetst aan de economische realiteit. Die realiteit komt neer op een nog altijd gematigde economische groei en het lijkt erop dat het optimisme van de beleggers aan het temperen is. Met een andere realiteit, namelijk de mogelijkheid dat de inflatie weer gaat stijgen, houden de markten momenteel totaal geen rekening. In beide gevallen is de foutmarge bij de uitvoering van het nu al zeer gewaagde monetaire beleid erg klein. De centrale banken zijn gedwongen dit tot een goed einde te brengen en de beleggers zijn gedwongen het risico dat het fout gaat te beheren.

Voltooid op 1 juni 2015

Inflatieverwachting Verenigde Staten



Bron: Bloomberg, 30/04/2015 – Inflatieswap 5 jaar / 5 jaar vooruit in de Verenigde Staten

BELEGGINGSSTRATEGIE



VALUTA'S

Na in april fors te zijn gestegen tegenover de dollar is de euro in de loop van mei weer teruggevallen. Dankzij de tijdens het eerste kwartaal ingezette herschikking van onze valuta-allocatie waren we goed voorbereid op deze ontwikkeling. Het reflatiebeleid van de ECB is dermate afhankelijk van de koers van de euro dat een actief valutabeheer een essentiële rol speelt bij het samenstellen van onze portefeuille. We vermijden nog steeds de meeste valuta's van opkomende landen omdat deze altijd gevoelig zijn voor een normalisatie van het monetaire beleid in de VS.



OBLIGATIES

Het rendement op Europese staatsobligaties is de laatste maanden fors gestegen. Hieruit blijkt hoe kwetsbaar een door de centrale bank aangejaagde markt is, waarop duidelijk sprake is van kuddegedrag. We hebben deze ontwikkeling opgevangen door op selectieve wijze winst te blijven nemen op onze posities in staatsobligaties van perifere landen en door onze short-posities in staatsobligaties van de "kernlanden" Duitsland en de Verenigde Staten te versterken. In een macro-economisch klimaat waarin de door ons signaleerde onzekerheid over de inflatie (zie hoofdartikel) zwaarder gaat wegen dan de onzekerheid over de groei, staat flexibiliteit voorop bij ons obligatiebeheer. We hebben dan ook de reactie van de centrale bank als factor aan onze strategie toegevoegd en gaan uit van een afvlakking van de Amerikaanse rentecurve. Ten slotte handhaven we onze posities in bedrijfsobligaties (voornamelijk in de Europese financiële sector).



AANDELEN

Na in april uitstekend te hebben gepresteerd, lieten de aandelenmarkten in mei een meer gemengd beeld zien. De opkomende markten werden de afgelopen maand fors gecorrigeerd, met name Brazilië en Rusland. India was het enige grote opkomende land dat in mei flink steeg. Bij de ontwikkelde landen lieten de Japanse en Europese markten een aanzienlijke stijging zien als gevolg van de terugval van hun eigen munt. Onze onlangs geopende posities in Dassault Aviation en Rolls-Royce konden op die manier profiteren van de verzwakking van de euro. Dassault Aviation kan buigen op de recente exportsuccessen van het gevechtsvliegtuig Rafale. Daarnaast zullen de activiteiten van het concern in het segment zakenvliegtuigen naar verwachting profiteren van een stijging van de activiteiten en een verbetering van de productenmix van het bedrijf. Rolls-Royce kan op zijn beurt steunen op de opkomst van de Airbus A350, waarvoor het bedrijf vrijwel de enige motorleverancier is. Deze posities betekenen een versterking van onze kwaliteitswaarden met zichtbare winstgroei.



GRONDSTOFFEN

Carmignac Portfolio Commodities heeft de afgelopen twee maanden stabiel gepresteerd. We hebben het Fonds verder gediversifieerd door te beleggen in veelbelovende sectoren, vooral die van zonne-energie. Zo hebben we posities opgebouwd in Scatec Solar Asa, een leverancier van fotovoltaïsche producten, en in fabrikanten van componenten voor de zonne-energiesector, zoals SunEdison Semico en Wacker Chemie.



DAKFONDSEN

Onze dakfondsen konden profiteren van hun hoge aandelenblootstelling en hebben de afgelopen twee maanden uitstekend gepresteerd. Aan het eind van de maand werd de aandelenblootstelling vrijwel op het maximaal toegestane niveau gehandhaafd.

RENDEMENTEN

	Inventariswaarde	2015	1 jaar	3 jaar	5 jaar
Carmignac Investissement A EUR acc <i>MSCI AC World NR (Eur)</i>	1 291,48	16,02%	30,29%	51,76%	52,95%
		16,04%	30,79%	72,93%	84,50%
Carmignac Portfolio Grande Europe A EUR acc <i>Stoxx 600 NR (Eur)</i>	199,63	15,14%	16,94%	51,83%	56,27%
		18,73%	19,23%	79,36%	75,52%
Carmignac Euro-Entrepreneurs A EUR acc <i>Stoxx 200 Small NR (Eur)</i>	333,25	26,67%	23,61%	89,14%	110,46%
		20,76%	19,08%	87,35%	91,42%
Carmignac Emergents A EUR acc <i>MSCI Emerging Markets NR (Eur)</i>	881,29	17,51%	19,90%	27,32%	43,00%
		16,66%	24,45%	32,22%	28,36%
Carmignac Portfolio Emerging Discovery A EUR acc <i>50% MSCI EM SmallCaps NR (Eur) + 50% MSCI EM MidCaps NR (Eur)</i>	1 384,35	13,82%	19,31%	33,76%	41,54%
		21,84%	29,41%	41,76%	35,94%
Carmignac Portfolio Commodities A EUR acc <i>Carmignac Commodities Index*</i>	305,65	6,59%	7,26%	4,46%	-2,73%
		11,08%	4,16%	13,15%	7,25%
Carmignac Patrimoine A EUR acc <i>50% MSCI AC World NR (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>	684,39	10,29%	18,93%	22,68%	29,13%
		11,08%	22,43%	36,10%	50,91%
Carmignac Portfolio Emerging Patrimoine A EUR acc <i>50% MSCI EM NR (Eur) + 50% JP Morgan GBI EM Global diversified</i>	112,66	10,39%	11,42%	5,83%	-
		11,41%	15,85%	19,32%	-
Carmignac Euro-Patrimoine A EUR acc <i>50% EuroStoxx 50 NR (Eur) + 50% gekapitaliseerd</i>	335,07	7,54%	5,85%	11,95%	29,96%
		7,82%	6,63%	36,18%	24,04%
Carmignac Investissement Latitude A EUR acc <i>MSCI AC World NR (Eur)</i>	297,98	12,53%	23,93%	35,77%	36,23%
		16,04%	30,79%	72,93%	84,50%
Carmignac Profil Réactif 100 A EUR acc <i>MSCI AC World NR (Eur)</i>	224,55	17,84%	27,57%	34,38%	44,36%
		16,04%	30,79%	72,93%	84,50%
Carmignac Profil Réactif 75 A EUR acc <i>75% MSCI AC World NR (Eur) + 25% Citigroup WGBI (Eur)</i>	239,84	13,74%	22,02%	25,01%	34,48%
		13,55%	26,56%	53,75%	67,37%
Carmignac Profil Réactif 50 A EUR acc <i>50% MSCI AC World NR (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>	191,27	9,62%	15,76%	13,83%	23,47%
		11,08%	22,43%	36,10%	50,91%
Carmignac Portfolio Global Bond A EUR acc <i>JP Morgan Global Government Bond (Eur)</i>	1 326,36	7,13%	15,24%	13,13%	32,56%
		6,93%	16,36%	5,81%	22,57%
Carmignac Sécurité A EUR acc <i>Euro MTS 1-3 jaar</i>	1 717,42	1,25%	1,31%	8,11%	13,56%
		0,53%	1,33%	7,85%	8,91%
Carmignac Portfolio Capital Plus A EUR acc <i>Eonia gekapitaliseerd</i>	1 187,80	2,06%	2,52%	10,26%	16,14%
		-0,02%	-0,01%	0,25%	1,59%
Carmignac Court Terme A EUR acc <i>Eonia gekapitaliseerd</i>	3 768,07	0,01%	0,10%	0,50%	2,04%
		-0,02%	-0,01%	0,25%	1,59%

* 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 29/05/2015.

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. Zij mogen met name 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/of de FATCA.

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.nl of kunnen worden aangevraagd bij de beheermaatschappij. De belegger dient over de EBI-documenten te beschikken voordat hij op de fondsen inschrijft.