



VAN DIDIER SAINT-GEORGES

Lid van het Investeringscomité

Voorbereid zijn in plaats van voorspellen

Het is gebruikelijk de maand januari te beginnen met een vooruitblik op wat het komend jaar in petto heeft. De ervaring leert echter dat deze oefening wat de financiële markten betreft vaak neerkomt op koffiedik kijken. Denk alleen maar aan januari 2014: wie had gedacht dat de Amerikaanse 10-jaarsrente, die het jaar begon op 3%, twaalf maanden later zou zijn gedaald tot 2,2%, dat de Fed zijn obligatieaankopen zou hebben stopgezet en dat de Amerikaanse economie in het derde kwartaal met 5% zou groeien? Of dat in deze context de olieprijs met 45% zou zijn gedaald en dat de voornaamste aandelenmarkten tot drie keer toe correcties van 10% zouden ondergaan om het jaar uiteindelijk in de plus af te sluiten? In een wereld waar deflatoire druk als gevolg van de schuldafbouw, maatregelen van de centrale banken en de conjuncturele situatie voor onrust blijven zorgen op de financiële markten, moeten

“De pogingen om uit dit slop te geraken worden gedwarsboomd doordat de klassieke marktmechanismen danig ontwricht zijn.”

we ervoor waken de toekomst te willen voorspellen. Een degelijk rendement op lange termijn op het spaargeld van onze cliënten tot stand brengen, is sinds 25 jaar

bovenal een kwestie van risicobeheer: bepalen welke risico's we willen nemen (zie onze Note van maart "Het gaat beter met de ontwikkelde landen"), buitensporig geachte risico's afbouwen (zie onze Note van oktober "Wat ons zorgen baart"), proberen doeltreffend in te spelen op onverwachte ontwikkelingen en ons met het oog op de voornaamste langetermijntrends niet laten afleiden door wat slechts volatiliteit en marktgeruchten zijn (zie onze Note van december 2013 "Lofrede op de langetermijnvisie"). Dit was wat we ons in 2014 tot doel stelden en wat we ook in 2015 zullen nastreven.

De wereldwijde groei zal kwetsbaar blijven.

De sombere marktvooruitzichten worden vooral ingegeven door de zeer matige groei van de wereldeconomie, die voornamelijk op het conto te schrijven is van de aanhoudende stagnatie in Europa, de groeivertraging van de Chinese economie en de tegenvallers in Japan. Net als bij een fiets die nauwelijks vooruitkomt, ligt het trage groeitempo van de wereldeconomie ten grondslag aan de instabiliteit ervan. Het evenwicht wordt bij elke externe schok danig verstoord. Begin 2014 werd het Amerikaanse herstel opeens ondermijnd door het winterweer in de Verenigde Staten. Vervolgens

belandde Japan in een recessie door de verhoging van de BTW en kreeg het bedrijfsklimaat in Duitsland zwaar te lijden van het conflict in Oekraïne. Zou de onverwacht kelderende olieprijs, die fungeert als een belastingverlaging voor



© Thinkstock

consumenten met lage inkomens, in 2015 een steun in de rug kunnen blijken voor de wereldeconomie, waardoor deze sneller zal groeien? Deze hypothese lijkt ons vooralsnog gewaagd. Zelfs in de Verenigde Staten, waar het welvaartseffect over het algemeen veel directer is dan in Europa, bleek uit een recente enquête uitgevoerd door televisiezender CNBC dat slechts 8% van de consumenten van plan was meer te gaan consumeren met het geld dat ze besparen op brandstof. De bestellingen van duurzame goederen en de verkoop van nieuwbouwwoningen daalde in november overigens nog altijd



in de Verenigde Staten. Wij blijven dan ook sceptisch over een forse versnelling van de Amerikaanse groei in de komende maanden en gaan ervan uit dat de markten volatiel zullen blijven.

Gebrek aan vertrouwen blijft een handicap

De pogingen om uit dit vooral in Europa bijzonder hardnekkige slop te geraken, worden gedwarsboemd doordat de klassieke marktmechanismen danig ontwricht zijn. Normaliter zouden kredietverlening, consumptie en investeringen al lang weer vlot zijn getrokken door de momenteel lage rente en de voor de banksector gunstige

“Nieuwe kansen dienen zich mogelijk aan in de opkomende landen, grondstoffen, technologie en valuta's.”

herfinancieringsvoorwaarden. Het Japanse voorbeeld van de afgelopen 25 jaar heeft ons geleerd welke knelpuntfactor het transmissiemechanisme van het monetair beleid blokkeert na een zeer hevige kredietcrisis: de aanhoudende voorkeur van alle economische actoren voor voorzorgsbesparingen (kat uit de boom kijken wegens gebrek aan vertrouwen of begrotingsbeperkingen, al naar gelang of het gaat om consumenten - met name in Europa en Japan -, bedrijven of regeringen). Dit gedrag verklaart tevens waarom er in de banksector tot dusver zeer weinig animo is voor de door de ECB aangeboden speciale herfinancieringstransacties (de "TLTRO's"). Het besluit van de ECB om over te gaan tot "quantitative easing", de weer oplopende rente in de Verenigde Staten, de monetaire versoepeling in China, maar ook de geopolitieke onrust in Griekenland, Rusland en elders, zijn allemaal factoren die de wereldwijde groei in 2015 zouden kunnen beïnvloeden, in positieve of negatieve zin. Het is onbegonnen werk om te becijferen welke gevolgen deze voorname gebeurtenissen

in 2015 zullen hebben voor de groei, aangezien de verantwoordelijken zelf niet weten wanneer ze zullen plaatsvinden en wat hun impact zal zijn. Onze aandelenportefeuilles richten zich nog altijd hoofdzakelijk op sectoren en thema's die de beste vooruitzichten bieden, ongeacht de macro-economische verrassingen die 2015 ongetwijfeld in petto zal hebben. Ook onze obligatieportefeuilles zijn evenwichtig samengesteld teneinde het maximale rendement te genereren en het directionele risico van de rente te beperken (op dit punt is onze strategie hoofdzakelijk gericht op een afvlakking van de rentecurve in de Verenigde Staten).

Het nieuwe gezicht van de valutaoorlog

Door de aangekondigde divergentie tussen het monetair beleid in de Verenigde Staten, dat zich onvermijdelijk zal normaliseren, en het beleid van de ECB, dat zich juist opmaakt voor kwantitatieve versoepeling, gaan we ervan uit dat de euro zal dalen ten opzichte van de dollar. Maar ook hier is het zaak de ontwikkelingen nauwlettend te volgen. Door de zwakke inflatie, die in de hand gewerkt wordt door de dalende olieprijs, de geringe loonstijging en de krachtige dollar, heeft Janet Yellen minder haast om de beleidsrente van de Fed te verhogen. Wat de langverwachte "quantitative easing" in Europa betreft, kan de ECB, die er niet in slaagt de prijzen stabiel te houden, als laatste redmiddel nog zijn balanstotaal uitbreiden, onder meer door de aankoop van staatsobligaties. De bank hoopt hiermee de euro verder te doen dalen (de euro heeft al 13% prijsgegeven tegenover de dollar) en de inflatieverwachtingen, evenals de concurrentiepositie van Europese fabrikanten, op peil te houden. Maar niemand weet nog hoe vergaand de versoepeling zal zijn (betekent de belofte van "whatever it takes" daadwerkelijk dat er geen grens aan is?), noch welke vorm deze zal aannemen (als, om de zorgen van bepaalde leden van de ECB weg te nemen, de aankoop van staatsobligaties mag worden uitgevoerd door de nationale centrale banken, met de mogelijkheid vorderingen in te stellen op de lidstaten, is er dan nog wel sprake van "quantitative easing"?) Bovendien zal Japan, dat zich al van hetzelfde wapen bedient en dit zojuist opnieuw van munitie heeft voorzien, hierbij een uiterst geduchte

concurrent vormen. De volatiliteit van de markten die we verwachten voor 2015 zal waarschijnlijk vooral betrekking hebben op de valuta's.

In 2015 zullen we dus nog flexibel moeten zijn en ons moeten profileren als risicobeheerders. Deze beheerfilosofie streeft ernaar het spaargeld van cliënten te beschermen tegen omvangrijke marktcorrecties, maar ook om onderschatte rendementsbronnen aan te boren. Deze zouden zich in 2015 in de opkomende landen kunnen bevinden, die sinds vijf jaar in de hoek zitten waar de klappen vallen, en met name in China, waar de marktliberalisering snel nieuwe en gediversifieerde kansen zou kunnen opleveren. De rendementsbronnen kunnen zich ook aandienen in nieuwe technologie sectoren die we bestuderen, of in bepaalde momenteel verwaarloosde segmenten van de grondstoffensector, waar het aanbod fors dreigt terug te lopen. Voor de Europese belegger zou ook goed gepositioneerd internationaal beheer een belangrijke rendementsbron kunnen zijn in het geval van een daling van de euro.

Het ziet ernaar uit dat 2015 een complex jaar wordt, maar de beheerteams van Carmignac verheugen zich erop. Mede namens hen wens ik u een boeiend en voorspoedig jaar.

Voltooid op 31 december 2014

BELEGGINGSSTRATEGIE



VALUTA'S

De euro is in december sneller gedaald ten opzichte van de Amerikaanse dollar en naderde de grens van 1,20. Er is eerder sprake van een stijging van de dollar dan van een daling van de euro, aangezien de eenheidsmunt gedurende de maand licht is gestegen tegen opzichte van de yen en het pond sterling. De ontwikkeling van de euro ten opzichte van de Amerikaanse dollar zal een belangrijk aspect zijn om het relatieve rendement van de financiële beleggingen aan weerszijden van de Atlantische Oceaan in 2015 in te schatten. Tegen deze achtergrond blijven wij in onze valuta-allocatie de voorkeur geven aan de Amerikaanse dollar: deze strategie vormt namelijk een tegenwicht tegen onze blootstelling aan Europese activa, met name aan obligaties.



OBLIGATIES

De Griekse rente liep op nadat er vroeger de verkiezingen waren aangekondigd, maar deze stijging sloeg niet over op de Italiaanse en Spaanse rente. Deze blijven zich in de richting van de Duitse rente bewegen, hetgeen bewijst dat de markten vertrouwen hebben in de maatregelen die de afgelopen jaren zijn genomen om de eurozone te stabiliseren en de systeemrisico's te beperken. De Italiaanse 10-jaarsrente zakte onder de drempel van 2%, terwijl de Spaanse rente zich om en nabij de 1,6% bevindt. Wij blijven op gedisciplineerde wijze winst nemen op onze posities in staatsobligaties van perifere eurolanden. De Amerikaanse rente is licht gestegen, waarbij de rente op 5 jaar aanmerkelijk sterker steeg dan die de 10-jaarsrente. Hierdoor kon onze op een afvlakking van de Amerikaanse rentecurve

gerichte strategie een positieve bijdrage aan het rendement leveren. De modified duration van onze fondsen is in de loop van de maand licht gestegen.



AANDELEN

De volatiliteit van de aandelenmarkt is in de loop van de maand fors toegenomen, waardoor de Eurostoxx50 in december voor de tweede keer tot recordhoogte steeg, na de piek van oktober. Deze nieuwe context vereist een flexibele benadering om de volatiliteitspieken op te vangen door een actief beheer van de aandelenblootstelling. Ook is een gedisciplineerde aanpak nodig bij de selectie van waarden, waarbij vooraf aantrekkelijke in- en uitstappunten worden bepaald. In de loop van de maand hebben de aandelenmarkten uiteenlopend gepresteerd, waarbij het historische hoogtepunt van de Amerikaanse S&P500 contrasteert met de scherpe daling van de Europese en opkomende markten. Onder de laatstgenoemden drukt Rusland nog altijd het zwaarst op het resultaat, met alleen al in december een terugval van 15%. Tegen deze achtergrond blijven wij uiterst selectief en geven we de voorkeur aan aandelen met een structureel groeiprofiel. Onze aandelenblootstelling is gelijk gebleven, waardoor we 2015 met een evenwichtige allocatie tegemoet gaan.



GRONDSTOFFEN

Carmignac Portfolio Commodities behaalde in december een positief resultaat, waardoor het fonds het jaar met een solide resultaat, dat het rendement van de referentie-index ruimschoots overtrof, kon afsluiten. Binnen de oliesector blijven we zoeken naar kwaliteitsbedrijven waarvan

de koersen geen afspiegeling vormen van hun kerngegevens, teneinde onze portefeuille in de loop van 2015 geleidelijk en op gedisciplineerde wijze te versterken.



DAKFONDSEN

Onze dakfondsen hebben in december goed gepresteerd. Wij sluiten het jaar af met blootstellingen die dicht bij het toegestane maximum liggen. Wij blijven alert in 2015 en zullen de posities indien nodig snel verlagen.

RENDEMENTEN

	Inventariswaarde	2014	1 jaar	3 jaar	5 jaar
Carmignac Investissement A EUR acc	1 113,17	10,39%	10,39%	37,37%	43,20%
<i>MSCI AC World NR (Eur)</i>	-	18,61%	18,61%	55,66%	72,08%
Carmignac Portfolio Grande Europe A EUR acc	173,38	10,32%	10,32%	41,20%	39,86%
<i>Stoxx 600 NR (Eur)</i>	-	7,20%	7,20%	48,09%	42,64%
Carmignac Euro-Entrepreneurs A EUR acc	263,08	10,25%	10,25%	61,38%	67,11%
<i>Stoxx 200 Small NR (Eur)</i>	-	4,93%	4,93%	59,75%	60,73%
Carmignac Emergents A EUR acc	749,96	5,76%	5,76%	16,39%	33,96%
<i>MSCI Emerging Markets NR (Eur)</i>	-	11,38%	11,38%	17,68%	20,46%
Carmignac Portfolio Emerging Discovery A EUR acc	1 216,30	13,12%	13,12%	28,18%	37,45%
<i>50% MSCI EM SmallCaps NR (Eur) + 50% MSCI EM MidCaps NR (Eur)</i>	-	12,98%	12,98%	25,23%	23,60%
Carmignac Portfolio Commodities A EUR acc	286,75	7,86%	7,86%	-10,88%	-0,16%
<i>Carmignac Commodities Index*</i>	-	-2,23%	-2,23%	-4,51%	0,95%
Carmignac Patrimoine A EUR acc	620,52	8,81%	8,81%	18,76%	26,03%
<i>50% MSCI AC World NR (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>	-	15,97%	15,97%	28,48%	50,79%
Carmignac Portfolio Emerging Patrimoine A EUR acc	102,06	5,26%	5,26%	4,04%	-
<i>50% MSCI EM NR (Eur) + 50% JP Morgan GBI EM Global diversified</i>	-	9,38%	9,38%	12,57%	-
Carmignac Euro-Patrimoine A EUR acc	311,58	2,52%	2,52%	12,58%	19,80%
<i>50% EuroStoxx 50 NR (Eur) + 50% gekapitaliseerd</i>	-	2,06%	2,06%	21,02%	8,25%
Carmignac Investissement Latitude A EUR acc	264,80	5,07%	5,07%	29,41%	34,25%
<i>MSCI AC World NR (Eur)</i>	-	18,61%	18,61%	55,66%	72,08%
Carmignac Profil Réactif 100 A EUR acc	190,56	6,62%	6,62%	26,54%	32,97%
<i>MSCI AC World NR (Eur)</i>	-	18,61%	18,61%	55,66%	72,08%
Carmignac Profil Réactif 75 A EUR acc	210,87	6,49%	6,49%	20,99%	26,36%
<i>75% MSCI AC World NR (Eur) + 25% Citigroup WGBI (Eur)</i>	-	17,29%	17,29%	41,74%	61,57%
Carmignac Profil Réactif 50 A EUR acc	174,49	6,35%	6,35%	12,91%	18,87%
<i>50% MSCI AC World NR (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>	-	15,97%	15,97%	28,53%	50,79%
Carmignac Portfolio Global Bond A EUR acc	1 238,14	13,78%	13,78%	16,12%	34,03%
<i>JP Morgan Global Government Bond (Eur)</i>	-	14,63%	14,63%	4,47%	31,76%
Carmignac Sécurité A EUR acc	1 696,24	1,69%	1,69%	9,76%	13,66%
<i>Euro MTS 1-3 jaar</i>	-	1,84%	1,84%	8,32%	9,57%
Carmignac Portfolio Capital Plus A EUR acc	1 163,84	1,98%	1,98%	10,46%	14,46%
<i>Eonia gekapitaliseerd</i>	-	0,10%	0,10%	0,43%	1,76%
Carmignac Court Terme A EUR acc	3 767,64	0,19%	0,19%	0,79%	2,16%
<i>Eonia gekapitaliseerd</i>	-	0,10%	0,10%	0,43%	1,76%

* 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 31/12/2014.

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. 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.