



VAN DIDIER SAINT-GEORGES

Lid van het Investeringscomité

De goede performance van de financiële markten in de afgelopen vijf jaar is een weerspiegeling van de verbeterde economische omstandigheden na de crisis van 2008 en van de niet eerder vertoonde rol van de centrale banken. Het is heel goed mogelijk dat het rooskleurige scenario van een wereldwijd aanhoudende bescheiden maar duurzame economische cyclus, met een rente die dankzij de welwillendheid van de centrale banken relatief laag wordt gehouden, aanhoudt. Hierdoor zouden de aandelenmarkten het goed kunnen blijven doen en de obligatiekoersen zich licht kunnen aanpassen. Maar dit scenario berust op een opeenstapeling van onevenwichtigdheden en wij zijn niet helemaal gerust op een vredige ontknoping van deze situatie. Door de recente opeenhoping van risicofactoren zijn wij nu nog waakzamer geworden.

De groei in de eurozone

Het is ongetwijfeld overdreven om van een deflatiescenario in de eurozone uit te gaan. De vastberadenheid van Mario Draghi om alle beschikbare middelen in te zetten om de economie van de eurozone

“Een langdurig zeer laag inflatieniveau zou de Europese landen met de hoogste schuldenlast voor grote problemen stellen.”

te steunen, is van groot belang. Maar de zeer lage inflatieniveaus, die, zoals Mario Draghi zelf aangeeft, op middellange termijn niet zullen wijzigen en de zeer lage groeiniveaus, leiden tot een gebrek aan perspectief voor landen met een hoge staatsschuld en onvoldoende concurrentiekracht. In dat opzicht maken wij ons zorgen over de situatie in Italië en Frankrijk. Want hoewel in Spanje, Portugal en Ierland de deflatie grotendeels voorkomt uit de enorme productiviteitsinspanningen, die nu zorgt voor de opvering van de buitenlandse handel, is in Frankrijk en Italië de lage economische activiteit een bron van zorgen. Italië heeft echter nog een begrotingsoverschot van 2,3%, exclusief de rentelasten en aflossing van de overheidsschulden. Volgens onze schattingen zou Italië dit primaire overschot echter moeten verdubbelen om het overheidstekort (dat nu 135% van het BBP bedraagt) neerwaarts om te kunnen buigen. Deze uitdaging vormt een verhoogd risico voor de economische groei, dat nog wordt versterkt door de spanningen van Matteo Renzi om zijn, weliswaar noodzakelijke, programma voor structurele hervormingen door te voeren. Wat Frankrijk betreft, bedraagt de staatsschuld binnenkort bijna 100% van het BBP en heeft het land, in tegenstelling tot Italië, een structureel tekort op de begroting, exclusief de rentelasten en aflossing van de overheidsschulden.

Punten van zorg

Gezien de lage inflatie zullen de noodzakelijke aanpassingen om de overheidsfinanciën weer onder controle te krijgen, de groei ongetwijfeld onder druk blijven zetten. In Duitsland is het zakenklimaat (IFO-index) sinds begin



dit jaar aanzienlijk verslechterd. De Duitse regering benadrukt haar inzet voor een evenwichtige begroting, waarmee ze tegelijkertijd fiscale steun aan haar Europese partners uitsluit. Dan is er nog het positieve effect op de exportlanden van een sterke daling van de euro, ten gevolge van de maatregelen van de ECB (zie Carmignac's Note van september). Maar laten we ons geen rad voor ogen draaien: enerzijds zal voornamelijk Duitsland met zijn sterke exportpositie hiervan profiteren, en anderzijds is een zwakkere euro een extra klap voor de koopkracht van de Italiaanse en Franse huishoudens. Het door de ECB opgetuigde



vangnet zou ervoor moeten zorgen dat het vertrouwen van buitenlandse beleggers in de stabiliteit van het Europese financiële systeem onaangetast blijft. En het aanmoedigingsbeleid voor de kredietverlening door de banken kan zeker bijdragen aan de financieringsmarge van de middelgrote bedrijven. Maar er is meer nodig om de eurozone op middellange termijn weer overtuigend op de rails te zetten. We hebben onlangs onze blootstelling aan het Europese economische risico verlaagd.

Het belangrijkste risico in de Verenigde Staten is een monetair beleidsfout

Hoewel deze niet mag worden overschat, is de kracht van de reële economie in de Verenigde Staten ontegenzeggelijk een zeer geruststellende factor. De overvloed

“Een laag groeitempo en een hoge staatsschuld maken economieën kwetsbaar voor externe schokken.”

aan liquiditeiten die de Fed sinds vijf jaar in de economie pompt, heeft niet alleen het ergste gevaar afgewend, maar ook de bancaire sector de mogelijk geboden te herkapitaliseren en aan de woningmarkt zich te stabiliseren. Tegelijkertijd hebben de energierevolutie en de productiviteitsstijging de Amerikaanse economie een sterk concurrentievoordeel gegeven. Bovendien is bescheiden groei gecombineerd met lage inflatie een zeer goede voedingsbodem voor de aandelenmarkt. De spanning ligt elders: het Fed-beleid was nog veel gunstiger voor de financiële investeringen dan voor de bedrijfsinvesteringen en de beschikbare inkomens in de Verenigde Staten. Daarom blijft de keuze die de Fed binnenkort zal moeten maken tussen enerzijds het normaliseren van het monetair beleid ter voorkoming van financiële instabiliteit op termijn en anderzijds het handhaven van een zeer accommoderend beleid om de nog prille economische opleving te ondersteunen, een punt van zorg. Het risico op monetaire beleidsfouten in dit nog kwetsbare stadium van de cyclus

verklaart de nadruk in ons Amerikaanse beleggingsbeleid op bedrijven met een goede voorspelbaarheid.

De uiteenlopende economieën van de opkomende landen en de risicofactoren

De opkomende landen verkeren nu in zeer uiteenlopende situaties. De groeivertraging in China stelt de rest van de wereld voor meer problemen dan China zelf. De aanhoudende daling van de onroerendgoedmarkt blijft verontrustend en rechtvaardigt het feit dat wij al lang niet meer in de bancaire sector zijn belegd. Maar de Chinese autoriteiten beschikken over de benodigde speelruimte om de economische vertraging om te buigen. Deze vertraging versterkt evenwel de deflatoire druk in Europa en vormt een belangrijk obstakel voor Brazilië en Korea, waarvan de economische activiteit van oudsher sterk afhangt van die in China. Zuid-Afrika en Turkije, landen met grote tekorten op de lopende rekening (in tegenstelling tot China en Taiwan), zouden bij een afname van de wereldwijde liquiditeit en het bijkomende effect van een stijgende dollar, veel kwetsbaarder zijn. Mexico en India ten slotte, hebben hun lot in eigen hand. In dit uiteenlopende universum hebben we ons daarom op zeer selectieve wijze gepositioneerd.

Japan staat op een tweesprong

Shinzo Abe staat voor de enorme uitdaging om Japan uit het slop te trekken na een lange periode van zeer geringe nominale groei (waar het westen nu mee te maken krijgt). Om geloofwaardig te blijven zal de anderhalf jaar geleden begonnen inspanning moeten worden verdubbeld. De race is nog verre van gelopen en wij wachten een tweede ronde Abenomics af voordat wij onze in de loop van het jaar afgebouwde posities weer gaan versterken.

De markten bevinden zich in een nieuwe, gevoelige fase: terwijl het zwakke tempo van de economische groei, de hoge staatsschuld en de wereldwijde deflatoire druk de Westerse economieën kwetsbaarder maken voor externe schokken (waaronder geopolitieke), beginnen de centrale banken te vrezen voor de gevolgen voor het financiële systeem van hun zeer verruimende beleid (in Europa maakt Mario Draghi, dankzij

Duitsland, zich hierover in toenemende mate zorgen). Daar komt de bij grote financiële crises horende paniek nog bij: De lamgelegde kredietverlening, die het aantrekken van de private sector verhindert, terwijl de publieke sector beperkt wordt door haar tekorten. Hoewel de marktwaarderingen en de technische analyses niet wijzen op een naderende trendbreuk, lijkt het ons verstandig deze punten van zorg te verwerken in ons vermogensbeheer. Dit gebeurt via verlaagde risiconiveau's, verlaging van de blootstelling aan cyclische sectoren en een verlaagde blootstelling aan de euro. Daarentegen versterken we onze in dollar luidende posities in niet-cyclische kwaliteitswaarden en verhoogden we de flexibiliteit van het renterisicobeheer.

Voltooid op 3 Oktober 2014

BELEGGINGSSTRATEGIE



VALUTA'S

De euro heeft in de loop van de maand met bijna 4% zijn daling t.o.v. de dollar voortgezet. Deze

ontwikkeling had een grote impact op onze fondsen. De verzwakking van de euro lijkt een essentieel onderdeel in het beleid van de ECB om de deflatoire druk in Europa tegen te gaan. Wij verwachten dus dat deze trend aanhoudt, vooral nu de dollar wordt ondersteund door de vooruitzichten op een normalisering van het Amerikaanse monetair beleid. Onze valuta-allocatie richt zich dus vooral op de dollar. Aan het einde van de maand bedroeg de dollarblootstelling van Carmignac Investissement 90% en die van Carmignac Patrimoine 64%.



OBLIGATIES

De ECB heeft in de loop van de maand door de belangrijkste herfinancieringsrente van 0,15% tot

0,05% te verlagen, haar laatste speelruimte verbruikt. Inmiddels worden er nu maatregelen verwacht op het gebied van activa-kopen om het deflatie-risico te beteugelen. De beperkte deelname van de eurozone-banken aan de eerste toewijzing van fondsen in het kader van het TLRTO-programma heeft de hoop van de markten op rechtstreekse activa-aankopen door de ECB om de door Mario Draghi beoogde balansverlenging te realiseren, versterkt. Hierdoor is de rente op langlopende staatsobligaties van perifere landen verder gedaald. De Amerikaanse rente is in de loop van de maand daarentegen gestegen. De zeer evenwichtige uitspraken van Janet Yellen laten doorschemeren dat er in de loop van 2015 zal worden begonnen met de normalisatie van het Amerikaanse monetaire beleid. Onze fondsen hebben dus geprofiteerd van de rentedaling in Europa en de rentestijging in de Verenigde Staten, die gelijktijdig plaatsvonden. De modified duration is vrijwel gelijk gebleven in de loop

van de maand op respectievelijk +2,4 voor Carmignac Patrimoine, +3,3 voor Carmignac Portfolio Emerging Patrimoine, +2,6 voor Carmignac Portfolio Global Bond, +1,4 voor Carmignac Sécurité en +0,4 voor Carmignac Portfolio Capital Plus.



AANDELEN

In september was er op de aandelenmarkten sprake van een forse correctie en werd de onge-

twijfeld te optimistisch geworden marktconsensus gecorrigeerd. De opkomende markten waren de eerste slachtoffers van deze aanpassing; vooral in Brazilië fluctueerde de performance door de peilingen voor de aanstaande presidentsverkiezingen. Japan is de afgelopen maand met 5% echter sterk opgeveerd. Het afwijkende koersverloop van de Japanse markt zorgde er zo voor dat de performance van onze wereldwijde strategie enigszins werd ondersteund. Door posities te openen binnen ons thema wereldleiders in de gezondheidszorg zijn we in de loop van de maand verder gegaan met het defensief versterken van onze effectenselectie. Tegelijkertijd hebben we onze blootstelling aan Europese waarden, met name bankeffecten, verlaagd om onze allocatie te richten op bedrijven die het meest zouden moeten profiteren van de zwakke euro. Naast het versterken van het defensieve karakter van onze portefeuilles, hebben we op deze wijze in de loop van de maand onze aandelenblootstelling verlaagd. Deze bedroeg aan het eind van de maand 44% voor Carmignac Patrimoine, en 39% voor Carmignac Portfolio Emerging Patrimoine.



GRONDSTOFFEN

Om de correctie op de aandelenmarkt te verwerken, heeft Carmignac Portfolio Commodities ge-

profiteerd van zijn op de energiesector gerichte allocatie, ten koste van de mijnbouwsector. Wij blijven ons richten op bedrijven met een solide cashflow-profiel, dat door de markt slecht wordt onderkend of niet goed wordt waardeerd.



DAKFONDSEN

Onze dakfondsen hebben de afgelopen maand een licht positief resultaat geboekt. De

strategieën op de volatiliteit die we hebben geïmplementeerd om het fonds te beschermen tegen correcties, blijven het belangrijkste middel voor risicoheersing. Afgezien van deze strategieën hebben we ook onze aandelenblootstelling licht verlaagd. Aan het eind van de maand bedroegen de aandelenblootstellingen van Carmignac Profil Réactif 100, 75 en 50 dan ook respectievelijk 84%, 58% en 42%. De aandelenblootstelling van Carmignac Investissement Latitude bedraagt 89%.

RENDEMENTEN

	Inventariswaarde	2014	1 jaar	3 jaar	5 jaar
Carmignac Investissement A EUR acc	1 048,30	3,96%	10,76%	33,33%	40,12%
<i>MSCI AC World NR (Eur)</i>	-	13,15%	19,28%	63,79%	74,35%
Carmignac Portfolio Grande Europe A EUR acc	170,70	8,62%	14,45%	46,52%	44,01%
<i>Stoxx 600 NR (Eur)</i>	-	7,01%	13,52%	59,84%	49,10%
Carmignac Euro-Entrepreneurs A EUR acc	256,90	7,66%	19,72%	66,73%	72,59%
<i>Stoxx 200 Small NR NR (Eur)</i>	-	1,51%	10,12%	61,13%	60,68%
Carmignac Emergents A EUR acc	766,38	8,08%	10,79%	26,33%	52,70%
<i>MSCI Emerging Markets NR (Eur)</i>	-	11,73%	11,77%	26,99%	33,26%
Carmignac Portfolio Emerging Discovery A EUR acc	1 239,07	15,24%	15,22%	40,13%	52,91%
<i>50% MSCI EM SmallCaps NR (Eur) + 50% MSCI EM MidCaps NR (Eur)</i>	-	14,94%	14,81%	32,11%	42,76%
Carmignac Portfolio Commodities A EUR acc	298,96	12,45%	13,93%	3,94%	17,94%
<i>Carmignac Commodities Index*</i>	-	7,40%	9,53%	17,60%	24,24%
Carmignac Patrimoine A EUR acc	604,55	6,01%	10,22%	17,27%	25,28%
<i>50% MSCI AC World NR (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>	-	11,68%	13,51%	31,67%	50,09%
Carmignac Portfolio Emerging Patrimoine A EUR acc	105,34	8,64%	7,60%	11,00%	-
<i>50% MSCI EM NR (Eur) + 50% JP Morgan GBI EM Global diversified</i>	-	10,41%	8,66%	20,12%	-
Carmignac Euro-Patrimoine A EUR acc	306,47	0,84%	2,08%	12,91%	20,90%
<i>50% EuroStoxx 50 NR (Eur) + 50% gekapitaliseerd</i>	-	3,15%	7,44%	25,80%	11,34%
Carmignac Investissement Latitude A EUR acc	249,48	-1,01%	4,99%	25,72%	30,01%
<i>MSCI AC World NR (Eur)</i>	-	13,15%	19,28%	63,79%	74,35%
Carmignac Profil Réactif 100 A EUR acc	181,81	1,72%	7,10%	29,16%	33,33%
<i>MSCI AC World NR (Eur)</i>	-	13,15%	19,28%	63,79%	74,35%
Carmignac Profil Réactif 75 A EUR acc	203,04	2,54%	6,34%	23,23%	26,25%
<i>75% MSCI AC World NR (Eur) + 25% Citigroup WGBI (Eur)</i>	-	12,42%	16,47%	47,02%	62,37%
Carmignac Profil Réactif 50 A EUR acc	169,50	3,31%	5,64%	14,47%	18,37%
<i>50% MSCI AC World NR (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>	-	11,68%	13,51%	31,67%	50,09%
Carmignac Portfolio Global Bond A EUR acc	1 203,56	10,60%	14,33%	18,05%	28,74%
<i>JP Morgan Global Government Bond (Eur)</i>	-	10,82%	7,49%	4,53%	27,28%
Carmignac Sécurité A EUR acc	1 701,74	2,02%	3,44%	11,35%	15,44%
<i>Euro MTS 1-3 jaar</i>	-	1,83%	2,39%	8,11%	9,80%
Carmignac Portfolio Capital Plus A EUR acc	1 166,68	2,23%	3,55%	11,38%	14,65%
<i>Eonia gekapitaliseerd</i>	-	0,10%	0,13%	0,64%	1,85%
Carmignac Court Terme A EUR acc	3 766,89	0,17%	0,23%	1,03%	2,22%
<i>Eonia gekapitaliseerd</i>	-	0,10%	0,13%	0,64%	1,85%

* 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 30/09/2014.

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.