



DE GROTE OVERGANG IS BEGONNEN

Didier Saint-Georges

Lid van het Investeringscomité
Managing director

Zes jaar na het uitbreken van de financiële crisis, die aanleiding gaf tot radicale monetaire maatregelen, begint de wereld aan een overgangsfase van doorslaggevend belang. We hebben dit jaar meerdere keren gewezen op de redenen van deze onontkoombare stap in de richting van een periode van verhoogde instabiliteit (zie Carmignac's Note van januari «Voorbereid zijn in plaats van voorspellen» en april «Een kwetsbare wereld»). Deze wereldwijde overgangsfase werd ingezet met de

“

De capaciteit van de centrale banken om de markten tegen risico's af te schermen komt onder druk te staan door het perspectief van een geleidelijke stijging van de inflatie.

”

onlangs toegenomen volatiliteit van de financiële activa die als «risicovrij» bekend staan. Een andere indicatie hiervan is natuurlijk de onduidelijkheid

die er bestaat over de gevolgen van de recente ontwikkelingen in Griekenland. Hoewel diverse centrale banken, waar onder de ECB, nog steeds een krachtig beleid voeren, komt hun capaciteit om de markten tegen risico's af te schermen onder druk te staan door het perspectief van een geleidelijke stijging van de inflatie en de gevolgen daarvan voor de obligatiemarkten. Activabeheerders moeten zich niet alleen afvragen of ze erop voorbereid zijn hun cliënten zonder schade door deze nieuwe periode van onzekerheid te loodsen, maar ook in hoeverre ze in staat zijn om tegelijkertijd van de beleggingskansen op lange termijn te blijven profiteren (variërend van doorslaggevende technologische veranderingen in bepaalde sectoren tot de nieuwe internationale ambities van China).

De meeste regio's van de wereld zitten in een belangrijke overgangsfase die ze op de juiste wijze moeten aansturen.

De belangrijkste bijsturing **in de**

Verenigde Staten heeft betrekking op het normaliseringsproces van het monetair beleid. Dankzij de vorig jaar plotseling ingestorte olieprijs kon het



© Thinkstock

begin van dit proces worden uitgesteld. Maar de overgang is onontkoombaar: de aanhoudend positieve ontwikkelingen op de arbeidsmarkt en in de vastgoedsector van de afgelopen drie jaar beginnen merkbaar te worden in de hoogte van de lonen en de huurprijzen. Toch blijft de Amerikaanse economie slechts in matig tempo groeien, waardoor Janet Yellen zich tot nu toe voorzichtig moest opstellen. De consumptiecijfers gaan omhoog, maar de investeringen blijven aan de lage kant. Het begeleiden van deze overgang is dus een delicate

kwestie: voor de Fed is het van cruciaal belang om weer meer monetaire speelruimte te krijgen (niet alleen om een eventuele versnelling van de inflatie-indicatoren te beheersen, maar ook om bij de volgende cyclische vertraging in te kunnen grijpen), maar daarnaast is het absolute noodzaak de financieringsvoorwaarden van de nog altijd kwetsbare economie niet te snel aan te scherpen. Voor de obligatiemarkten als geheel betekent dit een historische omslag in het economische kader: na dertig jaar te zijn gesteund door een deflatoire trend komen deze markten in een periode van verhoogde instabiliteit terecht.

In de eurozone vormt de Griekse crisis het topje van de ijsberg voor de Europese Monetaire Unie. Door noodzakelijke, strenge bezuinigingen is bij de meeste landen van de zone alle flexibiliteit uit het budget verdwenen, en daarmee hun capaciteit om de economie weer op de rails te zetten. De afgelopen vijf jaar was het niet-nakomen van de convergentiecriteria dan ook aan de orde van de dag. Op middellange termijn zal dit ertoe leiden dat bij de volgende tekenen van economische vertraging het verschil in economisch en financieel opzicht tussen de zwakste en sterkste landen nog groter zal worden omdat het monetair beleid van de unie niet gebaseerd zal kunnen worden op de behoefte van de zwakste landen. Als de eurozone niet opnieuw het risico wil lopen uit elkaar te vallen, dient het integratieproces te worden versneld. De bankenunie was de eerste stap in deze richting en na de Griekse crisis zal dit proces in versneld tempo moeten worden voortgezet. De overgang van de eurozone naar een echte fiscale eenheid is het enige constructieve alternatief, maar door de opkomst van de nationalistische partijen liggen de onderhandelingen hierover bijzonder gevoelig. Zowel de aandelen- als de valutamarkten zijn in

hoge mate afhankelijk van de richting waarin deze onzekere politieke situatie zich gaat ontwikkelen.

In China gaat het op middellange termijn om de overgang naar een open, internationale economie.

De voornaamste aandachtspunten zijn het openstellen van de kapitaalmarkten, de converteerbaarheid van de Renminbi (en daarna het verkrijgen van de status van reservevaluta van het IMF) en de financiering van de economische ontwikkeling van Azië via de oprichting van de Asian Infrastructure Investment Bank. Door deze ontwikkelingen ontstaan er aanzienlijke beleggingskansen. Maar voor een goede afloop moeten de Chinese autoriteiten wel de vertraging van de industriële activiteit, de bovenmatige kredietverlening en de extreem hoge volatiliteit van de lokale aandelenmarkten gelijktijdig onder controle krijgen. De weg naar een evenwichtige en voorspoedige groei gaat niet over rozen. Het succes ervan zal bepalend zijn voor de kapitaalinstroom op de Chinese markt, waarvan de weging in de wereldwijde aandelenindexen waarschijnlijk zal verdubbelen.

“
In een periode van zeer uiteenlopende veranderingen is risicobeheer onmisbaar.”

Japan probeert sinds 2013 een historische overgang naar een dynamische economie te realiseren, gesteund door een stijging van de inkomens van huishoudens, een betere corporate governance en een liberalisering van de arbeidsmarkt en van

oudsher beschermde sectoren. De tot nu toe trouwe steun van de Japanse nationale bank moet het land voldoende tijd geven om deze overgang te realiseren. Dit proces heeft blijkbaar heel wat voeten in de aarde en moet nog een aantal hardnekkige hindernissen van culturele aard nemen. De «reflatie» van de Japanse economie is van essentieel belang om de huidige schuldenlast te kunnen dragen en de koersen op de Japanse markten te ondersteunen.

In een dergelijke periode van zeer uiteenlopende veranderingen is risicobeheer niet alleen onmisbaar, maar ook bijzonder complex.

Onmisbaar omdat het risicobeheer bepalend is voor wie er op lange termijn als winnaar of verliezer uit de bus komt. Het zou een vergissing zijn om



© George Panagakos/Pacific Press/LightRocket via Getty Images

een hoge prioriteit te geven aan het zo ver mogelijk terugbrengen van de volatiliteit op korte termijn en de belangen op lange termijn daarbij te verwaarlozen. Wij van onze kant denken



bijvoorbeeld dat het uiterst belangrijk is om ons bij onze geografische positionering te richten op bedrijven die optimaal kunnen profiteren van de hervormingen die in de Chinese economie worden doorgevoerd. Op sectorniveau moet er bijvoorbeeld, met de zo typische internet-logica van «winners take all», ook worden ingespeeld op de historische kansen die een aantal grote winnaars van deze sector te bieden hebben. We blijven ons volledig inzetten om de belangrijkste trends in de toekomst steeds beter te kunnen identificeren en in kaart te brengen.

Maar het risicobeheer is ook een zeer delicate kwestie. Het gaat erom het verschil

te zien tussen effectief risico, dat wil zeggen de mogelijkheid dat er «blijvende» verliezen worden geleden, en volatiliteit, ofwel de aaneenschakeling van schommelingen die de koelbloedigheid van een beheerder op de proef stellen, maar uiteindelijk een storm in een glas water blijken te zijn. De krachten die gewoonlijk de volatili-

teit verlagen zijn verzwakt: overheden staan onder druk om hun schulden af te bouwen, er zijn grenzen aan de maatregelen van de toch al zeer actieve centrale banken en de banksector

zit gevangen in een keurslijf van regelgeving. En dat terwijl de intrinsieke instabiliteit van de markten wordt versterkt door het gelijktijdig optreden van de hierboven vermelde overgangprocessen. Daarom zullen we in de toekomst een hoger niveau van volatiliteit moeten tolereren en

bij het risicobeheer gedisciplineerder te werk moeten gaan dan ooit tevoren om in alle rust de echte kansen op langetermijnwinst te kunnen grijpen. Het gebruik van concepten die in principe eenvoudig zijn, maar waarvan de toepassing de nodige

expertise vereist, zal een succesfactor van doorslaggevend belang zijn. Het gaat dan bijvoorbeeld om het beheersen van Long-Short-technieken voor het genereren van alfa met een laagmarktrisico, de zogenaamde «barbell-positionering», waarbij op een sterke overtuiging gebaseerde maar volatiele effecten in evenwicht worden gebracht met laagrenderende maar zeer stabiele activa, een sterk ongecorreleerde

effectenselectie, relatieve-waardestrategieën op meerdere segmenten van de rentecurve, het gebruik van diversificatiestrategieën op valuta's enz.

Net als in de antropologie kunnen we uit de geschiedenis van economische crises opmaken dat grote overgangsfases voor sommigen op een ramp

uitlopen en voor anderen een bron van historische kansen vormen. Een eerste voorwaarde om mogelijk tot die laatste categorie te behoren is op een logische en flexibele manier te manoeuvreren, te groeien en alle mogelijkheden die zich aandienen op een positieve manier en zonder vooroordelen onder ogen te zien. Een les die niet alleen voor regeringen geldt, van Athene tot Brussel, van Washington tot Tokio en van Moskou tot Peking, maar ook voor beleggers.

Voltooid op 01/07/2015

“
Het zou een vergissing zijn om een hoge prioriteit te geven aan het zo ver mogelijk terugbrengen van de volatiliteit op korte termijn en de belangen op lange termijn daarbij te verwaarlozen.
”

Beleggingsstrategie

Valuta's



De euro heeft weinig geleden onder de verwikkelingen rond Griekenland en is in juni ten opzichte van de andere grote valuta's van ontwikkelde landen vrijwel stabiel gebleven. De eenheidsmunt is licht gestegen tegenover de dollar, stabiel gebleven tegenover de yen en licht gedaald tegenover het Britse pond. Het lijkt erop dat de centrale banken samenwerken om te voorkomen dat er opnieuw grote kapitaalstromen op de valutamarkten ontstaan, terwijl de deflationaire druk in de ontwikkelde landen, vooral in de eurozone en Japan, lijkt te dalen. Daarom is onze valutastrategie over het algemeen evenwichtig verdeeld tussen de euro en 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
128	7.14	12:17:28

Door de spanningen in de eurozone en een zich stabiliserende inflatie is de rente op staatsobligaties wereldwijd verder gestegen. Niet alleen in de Europese perifere landen ondervond de rente een opwaartse druk, maar ook in Duitsland is er sinds drie maanden sprake van een rentestijging. In deze woelige situatie op de obligatiemarkten geven we de voorkeur aan strategieën waarmee de volatiliteit van de markt gedeeltelijk kan worden opgevangen. Op de Europese markt voor staatsobligaties worden onze belangrijkste long-posities op Portugal, Italië en Spanje in evenwicht gebracht door

short-posities op de Amerikaanse en Duitse rente: in plaats van directionele posities in te nemen streven we ernaar te profiteren van renteversillen. Ook met behulp van onze posities in bedrijfsobligaties konden we het rendement op peil houden: de risicopremie op deze activaklasse compenseerde de rentestijging op de onderliggende staatsobligaties gedeeltelijk.

Aandelen



In het kielzog van de Europese en Chinese markten zijn de aandelenmarkten in juni flink gedaald. Deze ontwikkeling laat zien dat de markt kwetsbaar is als gevolg van de liquiditeitsinjecties van de centrale banken, waardoor beleggers zeer uiteenlopende posities innemen. Alleen een aantal opkomende markten, zoals Mexico, India en Brazilië, kwamen vrijwel ongeschonden uit deze correctie tevoorschijn. Hieruit blijkt duidelijk dat het zo belangrijk is om bij wereldwijde aandelen een gespreide allocatie te hanteren. Op die manier konden we via onze posities in internationale, vooral Amerikaanse, marktleiders de volatiliteitspiek van de Europese markten absorberen. Verder hebben we onze blootstelling aan kwaliteitswaarden die in staat zijn om hun winst onafhankelijk van de internationale conjunctuur te laten groeien, verder verhoogd: in juni hebben we de Franse onderneming Criteo aan onze posities in de technologische sector toegevoegd. Het bedrijf is gespecialiseerd in het optimaliseren van klantenrelaties in de e-commerce en in staat een jaarlijkse winstgroei van bijna +50% te realiseren.

Grondstoffen



Carmignac Portfolio Commodities behaalde deze maand een negatief resultaat, maar presteerde beter dan zijn referentie-indicator. Dankzij een onderwogen positionering kon het Fonds de correctie op de markten absorberen. Bovendien, nu de olieproductie in de VS nog altijd geen tekenen van terugval vertoont, blijven we bijzonder selectief ten aanzien van de energiewaarden in onze portefeuille en nemen we winst op bedrijven waarvan de toekomstige cash-flow al door de markt is ingeprijsd. De afgelopen maand was dat het geval met Dragon Oil, dat we na een fraaie stijging hebben verkocht.

Dakfondsen



Door hun long-positionering op de aandelenmarkten hebben onze dakfondsen in juni een negatief resultaat geboekt. We handhaven een hoge aandelenblootstelling en hebben vertrouwen in de kwaliteit van de spreiding en de beleggingsthema's van onze portefeuille, die de dakfondsen in evenwicht brengen. Het algemene risico wordt dan ook beperkt door de zeer defensieve positionering van onze onderliggende Europese fondsen.

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