

Carmignac views

// EDITORIAL

2012, een swingend jaar?

Wij zijn erop voorbereid. Moeten wij ons dan toch verre houden van (alle) langlopende financiële activa? Wij denken van niet, maar de vraag is zeker gerechtvaardigd omdat 2011 voor de meeste van deze activa een rampzalig jaar was en de ontwikkelingen soms helemaal niet pasten in het macro-economische klimaat. Ik geef drie voorbeelden. Als mij in januari 2011 gezegd zou zijn dat de eurozone de ernstigste crisis in haar geschiedenis zou doormaken en dat de eenheidsmunt op zijn grondvesten zou schudden, dan had ik verwacht dat de euro ten opzichte van de dollar 15% lager zou staan dan aan het begin van het jaar en niet maar een kleine 3% zoals nu het geval is. Als mij in januari 2011 gezegd zou zijn dat de Chinese economie met 9% zou groeien en dat voor Europa een recessie in het verschiet zou liggen, had ik verwacht dat Chinese aandelen het veel beter zouden doen dan de Europese indexen en niet andersom, zoals nu het geval is. En tot slot, als mij in januari 2011 gezegd zou zijn dat de prijs van een vat olie met 14% zou stijgen en een ounce goud met bijna 9%, dan had ik gerekend op een positief resultaat in de sectoren oliedienstverleners en goudmijnen en niet op een daling van deze aandelen met respectievelijk 12% en 8,5%.

In 2011, een jaar vol onzekerheden en ontwikkelingen, vooral op politiek gebied, was een juiste interpretatie van de macro-economische omstandigheden alléén dus niet genoeg. Risicobeheersing kwam op de eerste plaats en zorgde ervoor dat de neergang van de markten werd afgeremd. Ofschoon deze voorzichtige houding tot gevolg had dat tijdens de technische oplevingen van de markten een aantal punten winst aan onze neus voorbij gingen, hebben wij er alle vertrouwen in dat deze houding op de lange duur juist een zeer sterk punt van ons beheer zal zijn.

Zijn de voortekenen voor 2012 gunstiger? Ondanks nog steeds onduidelijke economische vooruitzichten, zouden twee belangrijke thema's - de vermindering van de schuldenlast van de westerse landen en de ontwikkeling van de binnenlandse consumptie in de opkomende landen - gunstig kunnen



zijn voor de markten, te meer daar het buiten Europa zo slecht nog niet gaat. Onze activa hebben een groot stijgingspotentieel. Toch moet volgens ons aan het begin van dit jaar risicobeheersing weer op de voorgrond staan, in de allereerste plaats vanwege de situatie in Europa.

De toekomst van de euro is allerminst zeker. De bedenkers van de euro zagende

munt als de eerste steen van het bouwwerk van een echte economische en politieke Europese Unie. Hun lakse of al te inschikkelijke opvolgers stelden de noodzakelijke structurele hervormingen uit. Zij verscholen zich achter de vermeende bescherming van een munteenheid die stabiliteit en een lage herfinancieringsrente zou bieden. Het uur van de afrekening heeft al in 2010 geslagen. Het antwoord dat uit de vele «laatste-kans-bijeenkomsten» van regeringsleiders naar voren kwam, stelt nog niemand tevreden of gerust. Alleen Duitsland levert uitzonderlijke economische prestaties, wat gezien de huidige situatie in Europa zeker prijzenswaardig is. Kunnen deze prestaties worden vastgehouden wanneer de belangrijkste handelspartners een recessie

doormaken en de wereldeconomie vertraagt? Absoluut gezien natuurlijk niet, maar relatief gezien is de Duitse situatie nog steeds iets om jaloers op te zijn. Het is het enige land in de eurozone dat herfinancieringen weet te vinden met een looptijd van 10 jaar tegen een rente die lager is dan de inflatie.

Tegelijkertijd moet Italië op 10-jarige leningen een rente van 7% betalen. Dit is een onhoudbare situatie. Het mandaat van de ECB moet worden verruimd, zodat een solide vluchtheuvel kan worden gecreëerd die landen de tijd biedt voor herstructurering. Hoe dan ook moeten in 2012 de beleidsrentes in de eurozone nog verder worden verlaagd en moet de euro dalen. Voordat in de eurozone de noodzakelijke structurele hervormingen worden doorgevoerd, moet een devaluatie plaatsvinden die in ieder geval de zwakste landen in staat stelt weer concurrerend te worden.

In dit scenario zouden obligaties worden ondersteund door een «lender of first and last resort», exportondernemingen door de verzwakking van de euro, en de wereldwijde activa door het afnemen van de vrees voor een systeemrisico dat de hele wereldeconomie zou kunnen aantasten.

Ondanks een binnenlandse politieke crisis en een beginnende besmetting door de Europese crisis, gaf de Amerikaanse economie blijk van een grote veerkracht. Dankzij het herstel van de Japanse productieketen is de bedrijvigheid de afgelopen maanden sterk toegenomen. Ook vertoonde de consumptie van de huishoudens, weliswaar ten koste van de spaartegoeden (die van 5% eind juni daalden tot 3,5% eind november), sinds begin september een verrassend positief beeld. Ondanks de inkrimping van de publieke sector blijkt er dus nog rek te zitten in de Amerikaanse economie. De factoren die tot deze opleving van de bedrijvigheid hebben bijgedragen, zijn echter broos. De daling van de rente op dertigjarige staatsleningen van 4,34% naar 2,90% in de afgelopen 12 maanden zou echter positief kunnen uitpakken voor de vastgoedsector, die nog steeds volledig op slot zit. Het belangrijkste risico voor de Amerikaanse economie is van politieke aard. De verkiezingsstrijd is nu echt losgebarsten en tegen deze achtergrond lijkt iedere hoop op hervormingen uitgesloten. Ook eventuele monetaire steun van de Fed lijkt de komende zes maanden niet aan de orde.

De rente zal dus laag blijven en de inflatieverwachtingen gematigd. Dit is

een gunstig klimaat voor aandelen, die met ongeveer 13 keer het resultaat van 2011 aantrekkelijk gewaardeerd blijven. Wat is het belangrijkste risico? Een stijging van de dollar, die het bedrijfsleven geen goed zou doen. We moeten namelijk niet vergeten dat 45% van de omzet van de S&P500 buiten de Verenigde Staten wordt behaald. In die zin is blootstelling aan de dollar een middel om dit risico gedeeltelijk te compenseren.

China en alle andere opkomende landen moeten slim onderhandelen over hun «soft landing». De situatie in het westen is voor deze zachte landing waarschijnlijk gunstig. De groeiverwachting voor deze groep landen is toch nog steeds bijna 6%. In de herfst waren er veel berichten over het uiteenspatten van de Chinese vastgoedbel en de gevolgen hiervan voor het financiële systeem van het land. De



Chinese economie vertraagt en de regering heeft problemen met het onder controle houden van excessen die het gevolg zijn van het kolossale herstelplan dat in november 2008 werd aangekondigd. Een veel te ruime kredietverlening, een soms twijfelachtige of inadequate vermogensallocatie, inflatoire spanningen die veel langer duurden dan verwacht en een aanzienlijke monetaire verkrapping noodzakelijk maakten, leidden tot teleurstellende prestaties van de aandelenmarkten van Shanghai en Hongkong.

Wij ontkennen deze problemen zeker niet, maar ze lijken nu wel beheersbaar. **Wat ons belangrijker lijkt - en dat is vanuit een Europees gezichtspunt misschien moeilijk voorstelbaar - is dat deze problemen in China opgelost worden via groei en niet door een opeenstapeling van bezuinigingsmaatregelen.** In 2012 zullen het BBP en de uitstaande kredieten stijgen met ongeveer 14%, dat wil zeggen met 7,5 tot 8 triljoen yuan. Er komt dus een economie die in een gestaag tempo vermogen zal blijven creëren, maar de totale schuldenlast zal daarbij niet extreem uit de hand lopen. Wat betreft het vastgoed mogen we niet voorbijgaan aan

het feit dat deze consolidering van de sector door de regering is georkestreerd. Ook mogen we niet vergeten dat China nog lang met een woningtekort te kampen zal hebben. De regering heeft natuurlijk rekening gehouden met het huidige en toekomstige tekort en is van plan 10 miljoen woningen per jaar te bouwen en daarbij voorrang te geven aan sociale woningbouw, waarvoor subsidies worden verstrekt. De bouwsector zal dus niet instorten en de betere spelers in deze sector zullen zich zeker weten te redden.

De economieën van de opkomende landen zullen zich steeds meer, en in een hoger tempo, gaan richten op de binnenlandse vraag en de gezinsconsumptie. Bovendien beschikken deze landen over een behoorlijke speelruimte wat betreft monetaire en fiscale steunmaatregelen. Tot slot zullen in de tweede helft van het jaar beleggingen in obligaties en aandelen uit dit universum, dankzij de waardedaling van de valuta's en lagere beurswaarderingen dan op de markten van de ontwikkelde landen, bijzonder aantrekkelijk worden.

2012 wordt dus een swingend jaar. Risicobeheersing blijft erg belangrijk, maar bij onze internationale beheer van aandelen, gediversifieerde beleggingen en obligaties beschikken wij over krachtige rendementsbronnen, waarvan wij met grote inzet en overtuiging gebruik zullen maken. Maar eerst wens ik u alle goeds voor 2012.

Eric Le Coz

Voltooid op 3 januari 2012

Valuta's : De voordelen van een zwakkere euro

Pas eind oktober, bij de ontknoping van de Griekse tragedie en het G20-drama in Cannes, daalde de euro aanzienlijk ten opzichte van de dollar (9% in 2 maanden). Naar verwachting zal de eenheidsmunt in 2012, als Europa in een recessie geraakt en de ECB de rente tot bijna nul zal verlagen, verder dalen. Deze daling wordt een buitenkans voor onze exportbedrijven, waarop het team Europese aandelen alle aandacht richt. Ook voor ons internationale aandelen- en obligatiebeheer is deze

daling zeer gunstig, omdat hierbij geprofiteerd kan worden van de waardevermindering van de valuta's ten opzichte van de euro. De valuta's van de opkomende landen hadden te lijden van het feit dat buitenlands kapitaal werd teruggehaald als gevolg van het overslaan van de risicoaversie. Op dit moment zijn deze valuta's naar ons idee echter ondergewaardeerd, behalve misschien de Indiase roepie op korte termijn.

Obligaties : Het obligatiebeheer blijft goed op koers

Duitse staatsleningen profiteerden van hun rol van veilige haven en de verwachte sterke vertraging. De 10-jarige leningen daalden in december nogmaals met 45 basispunten en sloten het jaar af op 1,83%. Amerikaanse 10-jarige staatsobligaties leverden in de zelfde periode 19 basispunten in en eindigden het jaar op 1,88%. De hoge duration van onze obligatieportefeuilles was de laatste maand dus winstgevend. In december bleven de Italiaanse 10-jarige obligaties stabiel rond de 7%. Italië is een van de eurolanden met de grootste behoefte aan herfinanciering in 2012, vooral in het eerste kwartaal. Wie kan in alle redelijkheid van mening zijn dat de Italiaanse financiën zich zullen herstellen als het land zich tegen een dermate nadelige rente moet herfinancieren? Uit deze renteniveaus blijkt duidelijk dat de situatie in de

eurozone nog lang niet stabiel is. Het resultaat van ons obligatiebeheer was redelijk, dankzij een zeer voorzichtige houding en spreiding van het vermogen over solide ondernemingen en overheidsobligaties van landen met gezonde economische fundamentals. In dit moeilijke klimaat kunnen we tevreden zijn over het jaarrendement van **Carmignac Sécurité** (0,8%), **Carmignac Cash Plus** (1,6%) en **Carmignac Global Bond** (9,5%). De lopende rendementen van onze portefeuilles met rente-instrumenten (en die van onze gediversifieerde fondsen **Carmignac Patrimoine** en **Carmignac Emerging Patrimoine**) zijn op dit moment bijzonder aantrekkelijk en zij vormen de basis voor het toekomstige rendement.

Aandelen : Het beheer van de netto-risicoblootstelling aan aandelen is een sterk punt

Ondanks een vrij nauwkeurige interpretatie van de macro-economische situatie, wisten wij bij ons wereldwijd beheer de prestatie-indicatoren niet te overtreffen. De belangrijkste reden hiervoor is een te grote blootstelling aan aandelen van opkomende landen, die (vaak ten onrechte) veel nadeel ondervonden van de aanhoudende inflatiedruk en vervolgens ook van de vrees voor een forse economische groeivertraging. Als gevolg van deze overwogen posities in opkomende landen waren wij sterk onderwogen in Amerikaanse aandelen, die het veel beter deden dan alle grote wereldwijde aandelenindices (met een neutrale prestatie van de S&P500 in dollar). In een over het geheel genomen ongunstig

klimaat voor deze activaklasse was het beheer van de nettoblootstelling niettemin een grote steun in de rug, omdat hiermee het door de daling van de aandelenmarkten veroorzaakte waardeverlies onder controle kon worden gehouden. Het beste voorbeeld is **Carmignac Euro-Patrimoine**, dat dankzij een aan de long/shortmethode verwante strategie en een maximale aandelenblootstelling van 50% over het hele jaar slechts 1,2% heeft ingeleverd en dat met een stijging van 16% over een periode van drie jaar twee keer zo goed heeft gepresteerd als de Eurostoxx 50 (met herbelegde dividenden).

Grondstoffen : De Chinese groei zal fors blijven

Ondanks een behoorlijk herstel in het laatste kwartaal was ons beheer in deze sector in 2011 problematisch. Er waren geen echte mogelijkheden voor veilige posities vanwege de UCITS-regels, die rechtstreeks indexering op fysieke grondstoffen verbieden. Over het hele jaar genomen is de prijs van Brent-olie met 14% gestegen (in dollar) en de goudprijs met 8,8% per ounce. Tegelijkertijd daalde de index van aandelen van oliedienstverleners met 11,8% en de goudmijnindex met 8,5%. De grondstofkoersen hielden zich goed dankzij een nog steeds stijgende

vraag, ofschoon de stijging minder sterk was dan op het hoogtepunt van de cyclus, of onder invloed van geopolitieke spanningen. De groei in China, India, Brazilië en Indonesië zal aanhouden en een grote vraag naar grondstoffen blijven genereren. Naar ons idee bieden de aandelen van de ondernemingen in onze wereldwijde portefeuilles, bijvoorbeeld in **Carmignac Commodities**, een aanzienlijk herstelpotentieel, dat gerealiseerd zal worden zodra er een oplossing voor de Europese crisis in zicht komt en de risicoaversie gaat afnemen.

Dakfondsen : assetallocatie

Een moeilijk jaar voor de absolute en relatieve performance van onze dakfondsen, die, evenals de internationale fondsen, te lijden hadden van te grote beleggingen in opkomende landen. Waarvan akte. Het beheer van de nettoblootstelling aan aandelen blijft een sterk punt en garandeert de noodzakelijke flexibiliteit voor het komende jaar. Zoals reeds vermeld in

de inleiding van deze brief, lijken de aandelen van opkomende landen ons het beste potentieel te bieden in deze activaklasse. Met deze aandelen in portefeuille verwachten wij de lichte achterstand van het voorbije jaar snel te kunnen inlopen.

// FONDSPERFORMANCE

	NAV	2011	3 jaar	5 jaar
Carmignac Investissement A	8103,51	-9,95%	51,12%	24,36%
Carmignac Investissement E	123,54	-10,62%	46,39%	17,04%
<i>MSCI All Countries World Free (Eur)</i>		-6,39%	43,97%	-17,28%
Carmignac Grande Europe A	122,79	-14,47%	29,23%	-20,98%
Carmignac Grande Europe E	70,89	-15,12%	26,41%	-
<i>DJ Stoxx 600</i>		-11,34%	24,20%	-33,05%
Carmignac Euro-Entrepreneurs	163,02	-12,97%	46,69%	-18,56%
<i>DJ Stoxx 200 Small</i>		-17,52%	52,37%	-29,99%
Carmignac Emergents A	644,36	-12,09%	98,03%	5,04%
<i>MSCI Emerging Markets Free (Eur)</i>		-17,75%	76,48%	2,00%
Carmignac Emerging Discovery A	948,88	-19,12%	112,51%	-
<i>Index CARMIGNAC Emerging Discovery (Eur)</i>		-24,34%	94,54%	-
Carmignac Innovation	206,12	-8,53%	20,26%	-34,06%
<i>Index CARMIGNAC Innovation (Eur)</i>		3,27%	52,91%	1,70%
Carmignac Commodities A	321,75	-21,12%	95,38%	15,09%
<i>Index CARMIGNAC Commodities (Eur)</i>		-13,26%	59,00%	7,26%
Carmignac Patrimoine A	5224,80	-0,76%	25,45%	36,22%
Carmignac Patrimoine E	133,95	-1,25%	23,10%	30,71%
<i>50% MSCI AC World Free (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>		1,76%	34,69%	16,46%
Carmignac Emerging Patrimoine A	98,10	-	-	-
Carmignac Emerging Patrimoine E	97,94	-	-	-
<i>50% MSCI EM Free (Eur) + 50% JPM GBI EM (Eur)</i>		-	-	-
Carmignac Euro-Patrimoine	276,77	-1,19%	16,06%	-4,20%
<i>50% DJ Euro Stoxx 50 + 50% Eonia gekapitaliseerd</i>		-8,08%	-0,82%	-16,52%
Carmignac Investissement Latitude	204,62	-9,81%	37,82%	30,44%
<i>MSCI All Countries World Free (Eur)</i>		-6,39%	43,97%	-17,28%
Carmignac Market Neutral A	1023,35	-6,62%	-1,29%	2,33%
<i>Eonia gekapitaliseerd</i>		0,88%	2,07%	10,41%
Carmignac Profil Reactif 100	150,59	-11,76%	34,34%	-11,44%
<i>MSCI All Countries World Free (Eur)</i>		-6,39%	43,97%	-17,28%
Carmignac Profil Reactif 75	174,28	-8,66%	25,47%	-2,30%
<i>75% MSCI AC World Free (Eur) + 25% Citigroup WGBI (Eur)</i>		-2,31%	39,49%	0,32%
Carmignac Profil Reactif 50	154,54	-4,29%	19,83%	6,19%
<i>50% MSCI AC World Free (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)</i>		1,76%	34,69%	16,46%
Carmignac Global Bond A	1066,26	9,47%	1,86%	-
<i>JP Morgan GGB</i>		10,81%	25,48%	-
Carmignac Securite	1545,44	0,81%	13,59%	21,24%
<i>Euro MTS 1-3 Y</i>		0,54%	5,65%	16,93%
Carmignac Cash Plus A	10536,29	1,62%	3,99%	-
<i>Eonia gekapitaliseerd</i>		0,88%	2,07%	-

Bron: Morningstar op 30/12/11.

We herinneren eraan dat de resultaten uit het verleden geen indicatie vormen voor toekomstige resultaten en dat de resultaten in de loop van de tijd niet constant verlopen.



CARMIGNAC GESTION
24, place Vendôme - 75001 Paris
Tel : (+33) 01 42 86 53 35 - Fax : (+33) 01 42 86 52 10
www.carmignac.fr

CARMIGNAC GESTION LUXEMBOURG
The plaza - 65, boulevard Grande Duchesse Charlotte - L-1331 Luxembourg
Tel : (+352) 46 70 60 1 - Fax : (+352) 46 70 60 30
www.carmignac.com

Carmignac Gestion, Naamloze Vennootschap – Portefeuillebeheermaatschappij (toelating n° GP 97008 van 13/03/1997) – APE code : 671C met een kapitaal van 15 000 000 € – Parijs Handelsregister B 349 501 676
Carmignac Gestion Luxembourg, filiaal van Carmignac Gestion N.V., Naamloze Vennootschap met een kapitaal van 3 000 000 € – Luxemburg Handelsregister B 67 549