

## Derde kwartaal 2010

### Economische perspectieven en beleggingsstrategie

#### I - Economische perspectieven

##### ► Europa blijft onder druk staan

De Europese situatie blijft die van een economie die gebukt gaat onder een sterke deflatiedruk, vergroot door de begrotingsdiscipline die door de markten wordt opgelegd. Natuurlijk compenseren de nettodaling van de euro sinds afgelopen november en de handhaving van een noodzakelijkerwijs expansionistisch monetair beleid deels de effecten van de begrotingsdiscipline doordat ze vooral de Europese exportbedrijven lucht geven. Zijn de bezuinigingsplannen die in de meeste lidstaten worden doorgevoerd ambitieus genoeg om de markten structureel gerust te stellen? Wij betwijfelen dit. In elk geval bieden ze samen met het gezamenlijke ondersteuningsplan van de ECB en het Internationaal Monetair Fonds enigszins respijt. Verder blijft Europa verzwakt door een verhoogde staatsschuld die niet zal dalen, gezien de matige groeiperspectieven. Daarom lijken andere vertrouwenscrises met betrekking tot de schulden van bepaalde lidstaten ons op termijn onvermijdelijk.

##### ► De Verenigde Staten registreren een pauze midden in de cyclus, in afwachting van een herstel van de export

In de Verenigde Staten maakt het economisch herstel pas op de plaats. Een bepaald aantal voorlopende indicatoren zoals het consumentenvertrouwen en de ISM-index beginnen terug te lopen en de vastgoedmarkt toont tekenen van aanhoudende zwakte (aantal nieuwe projecten met ruim 30% afgenomen, het laagste punt in de cyclus die in 2006 is begonnen). De herbevoorrading die voor 70% bijdroeg tot de 2,7 punten groei in het eerste kwartaal loopt terug en is de oorzaak van de conjuncturele knik, onvermijdelijk in dit stadium van de cyclus. Ook al is de afzwakking van de Amerikaanse groei voelbaar, de Amerikaanse bedrijven blijven toch profiteren van de effecten van hun stroomlijning en hun hervonden concurrentiepositie bij de export. Al met al zijn de Amerikaanse bedrijven, geschokt door de ongekende scherpe daling van de activiteit eind 2008, nog altijd zeer voorzichtig, zowel op het gebied van de productie als van de werkgelegenheid. Ze blijven wantrouwend ten opzichte van de Amerikaanse consument die, doordat het hefboomeffect afneemt, niet langer het economische middel is dat ondernemingen van oudsher helpt om na een recessie opnieuw te gaan groeien. Daarom menen wij dat het einde van het restrictieve monetaire beleid in de belangrijkste opkomende landen de triggerfactor voor de Amerikaanse bedrijven zou kunnen zijn, wat nieuwe afzetgebieden voor de Amerikaanse export zeker stelt.

► **De dynamiek van China blijft bestaan en zal profiteren van de opwaardering van de yuan.**

In de opkomende landen zetten de Chinese autoriteiten hun monetair restrictiebeleid voort. Dit beleid is hoofdzakelijk ingevoerd om de bedrijvigheid te vertragen door het aantal leningen die aan bedrijven zijn verstrekt te beperken en de vorming van een vastgoedbubbel te voorkomen. Dit beleid begint tastbare effecten op te leveren. Verder heeft het besluit van de Chinese autoriteiten om terug te komen op een soepeler wisselkoersmechanisme ons gerustgesteld over de capaciteit van dit land om de groei voort te zetten en een belangrijke positieve rol te spelen bij het hervinden van het wereldwijde evenwicht. Deze beslissing over de yuan, plus het besluit om zich niet te verzetten tegen salarisverhogingen - en zelfs aan te moedigen -, laat zien dat de autoriteiten meer willen steunen op de binnenlandse consumptie om te groeien en tegelijkertijd de inflatiekwestie wensen op te lossen.

► **Het hervinden van het wereldwijde evenwicht in het voordeel van de opkomende landen is meer dan ooit een realiteit**

Nadat de opkomende landen hebben getoond dat ze ondanks de recessie in de ontwikkelde landen in staat zijn om te groeien, zullen ze laten zien dat, als er al een afhankelijkheid tussen deze twee werelden bestaat, de richting hiervan is omgekeerd. De houdbaarheid van de wereldwijde groei hangt op dit moment vooral af van de kwaliteit van het economisch en monetair beleid dat in de opkomende landen wordt gevoerd. Dit heeft ons de afgelopen jaren gelukkig al laten zien dat deze landen in staat zijn een goede koers te varen. Zo zorgt de afname van het hefboomeffect door de daling van de publieke en private bestedingen die deze in de westerse economieën oplegt ervoor dat het wereldwijd evenwicht sneller dan verwacht zal worden hervonden.

## II - Beleggingsstrategie

### I – Internationale aandelen

#### ► Wij handhaven onze positionering in de waarde­stijging van de dollar ten opzichte van de euro.

Het eind van het restrictieve monetaire beleid in de opkomende landen komt in zicht, waardoor hun valuta's mede versterkt zullen worden. Het zal ook aanzienlijk rendabeler zijn in de Verenigde Staten dan in Europa, vanwege de dwingende verplichting om de staatsfinanciën geforceerd snel op orde te brengen. Zo zou de dollar zijn stijging moeten voortzetten na de recente correctie waarmee de economische vertraging aan de overkant van de Atlantische Oceaan gepaard ging. De ondervetegenwoordiging van de euro blijft dus een belangrijke pijler van ons beheer, ondanks het technisch herstel dat de euro aan het begin van het derde kwartaal heeft laten zien en waarvan wij van mening zijn dat het tijdelijk is.

#### ► In afwachting van een katalysator behouden wij een evenwichtige portefeuille

De afwachting van het einde van het monetaire restrictiebeleid van China zou in een gespannen context kunnen plaatsvinden die niet uitsluit dat de correctie op de aandelenmarkten die afgelopen april na 13 maanden van sterke stijgingen is ingezet, doorgaat. Bij de daling die voor de grotere westerse indexen al bijna 20% is, is al uitdrukkelijk rekening gehouden met de huidige macro-economische aarzelingen en de daling draagt bij tot waarde­stijgingen die alleen al gezien de zeer lage rente aantrekkelijk lijken. In afwachting van een katalysator handhaaft ons globale beheer de portefeuillestructuur die ons het afgelopen kwartaal al in staat stelde gebruik te maken van de grillen van de markten.

#### ► Het thema van de verbeterde levens­standaard in de opkomende landen is versterkt

Het thema van de verbeterde levens­standaard in de opkomende landen wordt belangrijker en steeg van 27,7% tot 29,9% van de portefeuille van Carmignac Investissement. Wij hebben de weging van de Aziatische bedrijven verder verhoogd en deze vertegenwoordigen nu bijna 79% van de aandelen waaruit dit beleggingsthema bestaat. De Chinese beslissing om de yuan - ook al gebeurt dit zeer geleidelijk - te opwaarderen, is dan ook uitstekend nieuws voor de gehele regio. De belangrijkste versterkingen van posities hadden betrekking op de Bank Central Asia en Astra International (conglomeraat) in Indonesië, evenals DLF Limited (vastgoedpromotie) en GMR Infrastructures in India.

#### ► Het goudgerelateerde segment blijft belangrijk in verband met de naschokken die Europa nog altijd kunnen treffen

De Europese crisis, waarvan wij de komende maanden een verslechtering vrezen, zou kunnen leiden tot extra begrotingsoverschrijdingen die de rol van goud als toevluchtswaarde versterken. Om die reden hebben wij de weging van goudmijnen verhoogd van 10,8% naar 14,7% in Carmignac Investissement, vooral door versterking van onze posities in Newmont, Red Back Mining, Goldcorp en Barrick Gold.

► **Het thema van de Amerikaanse groei is verlaagd**

Zodra de eerste tekenen van een vertraging aan de andere kant van de Atlantische Oceaan zichtbaar werden, hebben wij het thema van de Amerikaanse groei duidelijk verlaagd, van 17,8% naar 11,7% in de portefeuille van Carmignac Investissement. De Amerikaanse banken die wij in dit beleggingsthema hebben opgenomen, zijn gehandhaafd, ondanks hun teleurstellende prestaties in de loop van het afgelopen kwartaal. Wij zijn nog altijd van mening dat hun balansen - in tegenstelling tot de Europese banken - zijn opgeschoond en dat de Amerikaanse autoriteiten, wetend dat het bankstelsel in een periode waarin het hefboomeffect afneemt zo solide mogelijk moet zijn, laten zien dat ze realistisch zijn en de regels niet zodanig zullen veranderen dat deze sector te sterk wordt benadeeld.

► **Natuurlijke hulpbronnen: de energiesector is een belangrijke waarde**

Rekening houdend met de Amerikaanse economische vertraging hebben we een stap terug gedaan in de sector van de basismetalen en is de weging hiervan afgenomen van 10,6% tot 6,6% van het totaal van Carmignac Investissement. Als gevolg van de olieramp van BP in de Golf van Mexico had de sector van de dienstverleners in de olie-industrie te lijden onder de politieke beslissingen. De toepassing van het voorzorgsbeginsel was in deze situatie begrijpelijk, maar noodzakelijkerwijs kortstondig. Het olieplatform in kwestie behoort toe aan Transocean en de put is deels in handen van Anadarko Petroleum. Deze twee bedrijven die in onze portefeuille aanwezig zijn, zijn afgestraft. Doordat we begrip hadden voor hun aansprakelijkheid bij dit ongeval hebben wij deze aandelen versterkt, na een daling van ruim 40%. Tegelijkertijd hebben wij onze positie in het Noorse bedrijf Seadrill van de hand gedaan en ons belang in Schlumberger en National Oilwell verminderd. Dit beleggingsthema betekent na de aanzienlijke onderprestatie een belangrijke waarde die de komende weken zijn potentieel kan laten zien, nu de operaties om het olielek te dichten succesvol lijken te zijn.

## II – Prestatieaanjagers: obligaties

► **Staatsleningen: wij behouden onze argwaan ten opzichte van tweederangs staatsleningen.**

Het afgelopen kwartaal heeft grotendeels bevestigd dat de afname van het hefboomeffect in de ontwikkelde landen een nieuwe fase is ingegaan, waarin de economische normalisatie niet langer ongestraft gegarandeerd kan worden door de particuliere schuld om te zetten in een staatsschuld. Als dit het geval is en het belangrijkste economische risico deflatie in de ontwikkelde landen is, menen wij dat het nog altijd gerechtvaardigd is om te streven naar een gevoeligheid op de lange looptijden van de Duitse en Amerikaanse curven. Het oordeel van de markten over het vermogen van een emittent om zijn schuld af te lossen is van fundamenteel belang in een deflatoir klimaat en wij behouden onze argwaan ten opzichte van tweederangs staatsleningen. De post staatsleningen vertegenwoordigt 7,5% van de activa van Carmignac Patrimoine.

► **Leningen in de private sector: waarde op Amerikaanse en Europese bedrijven**

De positionering in leningen in de private sector van Carmignac Patrimoine vertegenwoordigt 33% van de activa. Ook al daalden de risicopremies het afgelopen kwartaal niet langer, waardoor wij hun belangrijkste waarderingsaanjager misten, toch worden de basisindicatoren van deze beleggingscategorie steeds beter. Om die reden lijken de emissies van de sterkste Amerikaanse en Europese bedrijven een bepaalde waarde te hebben en bovendien leveren ze weinig risico's op korte looptijden op. Aan het eind van dit kwartaal hebben wij geprofiteerd van de druk die op bepaalde sectoren werd uitgeoefend en hebben wij kansen op aantrekkelijke koersstijgingen benut. Zo hebben wij in de portefeuille voor 9% obligaties Anadarko met een looptijd van 5 jaar opgenomen, op niveaus die de risico's van de

olievervuiling grotendeels moeten dekken. Ook zouden in de Europese bankensector als geloofwaardig beoordeelde stresshypothesen, in combinatie met een herkapitalisatie na publicatie van de resultaten van de stresstests op 23 juli, voor ons een prikkel kunnen zijn om ons in dit segment te versterken. Over het algemeen zullen beleggers zich door het geringe rendement op eersterangs staatsobligaties tot leningen in de private sector wenden om een hoger rendement te behalen, hetgeen naar verwachting een merkbare prestatieaanjager zal zijn.

► **Onze posities in lokale schulden van opkomende landen zijn licht versterkt**

De post lokale schulden van opkomende landen van Carmignac Patrimoine steeg van 6% tot 7% van de activa. De tijden veranderen. Vroeger waren de lokale schulden van opkomende landen door de internationale crisis besmet geraakt, maar het afgelopen kwartaal hebben deze landen het goed gedaan. Zo daalden de Turkse en Mexicaanse rentetarieven met 0,25% en 0,70%, hetgeen gepaard ging met een stijging van hun valuta's van respectievelijk 5,7% en 6%. In Brazilië leidde krachtig ingrijpen door de centrale bank tot een stijging van de 2-jaars rente die ook hier grotendeels werd gecompenseerd door een stijging van bijna 9% van de munt. Wij behouden ons vertrouwen in dit deel van de portefeuille en hebben een recentelijk onze posities in Indonesië versterkt.

► **De post liquide middelen is aanzienlijk versterkt en onze positionering ten opzichte van de euro is gehandhaafd**

Binnen Carmignac Patrimoine is de positionering in liquide instrumenten aanzienlijk verhoogd, namelijk van 8,7% naar 19% van de activa. In de loop van het afgelopen kwartaal is 14% van deze liquide middelen belegd op de Amerikaanse markt en kon het Fonds profiteren van de daling van de euro. Nu de dollar naar verwachting zal blijven profiteren van het groeiverschil in het voordeel van de Amerikaanse economie, handhaven wij onze defensieve positionering ten opzichte van de euro.

**Perscontacten:**

**CARMIGNAC GESTION**

Josipa FINK

Tel.: +33 1 70 92 33 74

[jfink@carmignac.com](mailto:jfink@carmignac.com)

**CITIGATE FIRST FINANCIAL**

Edi COHEN

Tel.: +316 215 178 20

[edi.cohen@ciftigateff.nl](mailto:edi.cohen@ciftigateff.nl)

***Carmignac Gestion in het kort***

Carmignac Gestion, dat in 1989 opgericht werd door Edouard Carmignac, heeft zich opgewerkt tot een van de meest vooraanstaande actoren op de Europese markt van het beheer van financiële activa. Het kapitaal is volledig in handen van de bedrijfsleiders en werknemers. Het voortbestaan van de vennootschap wordt gewaarborgd door een stabiele aandeelhoudersstructuur, die haar zin voor zelfstandigheid weerspiegelt. Deze onafhankelijkheid is een fundamentele waarde, die essentieel is om tot een geslaagd en erkend beheer te komen.

Met een vermogen van 47 miljard euro heeft Carmignac Gestion een uitgebreid aanbod ontwikkeld van 18 ICBE's in de activaklassen aandelen, obligaties en gediversifieerd, naast een discretionair beheer dat toegesneden is op de verwachtingen van de beleggers.

Onze fondsen worden aangeboden in 11 landen: Frankrijk, Luxemburg, Nederland, België, Zwitserland, Italië, Duitsland, Oostenrijk, Spanje, Zweden en Singapore. In het kader van zijn internationale ontwikkeling beschikt de firma sinds 1999 over een filiaal in Luxemburg, en in 2008 opende het kantoren in Madrid en Milaan.