

Economische vooruitzichten en beleggingsstrategie voor het eerste kwartaal 2011

I – Economische vooruitzichten

► Het herstel van de Amerikaanse economie zet door

In de Verenigde Staten bleek de wil om een sterke groei in stand te houden ook nu weer uit de gezamenlijke actie van de Fed en de politiek. Een tweede fase van 'quantitative easing' van de Federal Reserve ging gepaard met een pakket fiscale steunmaatregelen: de onder Bush ingevoerde belastingaftrek werd voor twee jaar verlengd, de verlenging van de werkloosheidsvergoeding voor langdurig werklozen werd goedgekeurd en de sociale lasten werden verlaagd voor de hele werkende bevolking. Met deze combinatie van monetaire en fiscale maatregelen wordt een nieuwe recessie resoluut voorkomen. Het vertrouwen van consumenten en bedrijven is duidelijk verbeterd en de voorzichtige verbetering op de arbeidsmarkt wint aan kracht. De groeiverwachtingen voor 2011 in de Verenigde Staten zijn dan ook naar boven bijgesteld tot 3,5%.

► De conjuncturele opleving is weliswaar stevig verankerd, maar zal ook na juni moeten worden bevestigd

In dit stadium is de vraag volgens ons niet zozeer of het herstel werkelijk doorzet, maar of het krachtig genoeg is om stand te houden na juni, wanneer volgens de planning de geldinjecties worden stopgezet. Als dat het geval is, valt te vrezen voor een stijging van de langetermijnrente, omdat de markt dan op eigen kracht een overheidstekort van bijna 10% van het bbp moet financieren. En als dat niet het geval is, zal Bernanke de activiteit moeten blijven ondersteunen, omdat alleen een gestage groei in combinatie met een lichte inflatie een oplossing kan bieden voor een reële werkloosheid van bijna 17% en de hoge schuldenlast van de Amerikaanse overheid en bedrijfs wereld.

► **Het conjuncturele herstel doet de rente stijgen**

De obligatiemarkten reageerden onmiddellijk op het herstel van de activiteit in de Verenigde Staten: het 10-jaars rendement steeg in minder dan 10 dagen van 2,5% tot 3,3%. Waar ligt het evenwichtsniveau voor de markt? Uitgaande van een duurzame economische groei in de VS van 2% en een reële rente op het historische gemiddelde van 2%, lijkt een rendement van 4% redelijk. De rendementseisen van obligatiebeleggers zullen naar verwachting worden getemperd door de zwakke onderliggende inflatie (0,8%), die binnen de perken wordt gehouden door de overschotten aan ongebruikte productiecapaciteit en doordat de officiële rentetarieven dicht bij nul worden gehouden. Daarentegen kan tegen juni, als het huidige programma van quantitative easing afloopt, niet worden uitgesloten dat het rendement boven dit evenwichtspercentage zal uitstijgen, omdat de markt dan voor de immense uitdaging komt te staan om op eigen kracht het Amerikaanse overheidstekort van bijna 10% van het bbp te financieren, terwijl er tegelijkertijd ook vraag naar kapitaal zal zijn voor het economisch herstel.

► **In Europa houdt de deflatiedruk aan**

In Europa blijft de situatie ingewikkeld en houdt de deflatiedruk aan. De ECB staat nog steeds voor het dilemma tussen Duitsland, waar nu vrijwel volledige werkgelegenheid bereikt is en de economische dynamiek zou pleiten voor hogere rentevoeten, en de zwakste landen van de zone. Deze landen gaan gebukt onder een rampzalige begrotingssituatie en zullen waarschijnlijk een herstructurering van hun schulden niet kunnen voorkomen. Daarom zal de heropleving op de Europese markten van voorbijgaande aard zijn zolang de schulden van de perifere landen niet herschikt zijn, en kunnen we nog een sterke volatiliteit van de euro verwachten.

► **De opkomende landen hebben te kampen met inflatiedruk, die echter van land tot land verschilt**

In tegenstelling tot de ontwikkelde landen is de uitdaging voor de opkomende landen niet om hun schuld te verminderen via groei, maar om vat te krijgen op de inflatiedruk, die deels ontstaan is door de monetaire stimuli in de oude wereld, die zo haar eigen schuldenlast wil verlichten. Deze landen zien zich door de enorme kapitaalinstromen en de hogere grondstoffenprijzen gedwongen om het hoofd te bieden aan de stijging van hun valuta en de geïmporteerde inflatiedruk, bovenop de inflatiedruk die door de sterke groei wordt veroorzaakt. Dit leidt tot opwaartse druk op hun rentetarieven, waardoor hun valuta nog aantrekkelijker wordt ... De opkomende landen zijn over het geheel genomen kwetsbaar voor prijsstijgingen van landbouwgrondstoffen, maar ook hier moet weer onderscheid worden gemaakt tussen de landen waar de inflatie niet wordt in de hand gewerkt door knelpunten in de infrastructuur (China, Turkije...) en landen die minder goed uitgerust zijn (India, Brazilië).

II - Beleggingsstrategie

I – Internationale aandelen

► De aandelenmarkten bieden het voordeel van een hoge risicopremie

Tegen de achtergrond van het economisch herstel in de Verenigde Staten lijken de vooruitzichten voor Amerikaanse aandelen ons duidelijker dan voor obligaties. Zelfs als de lange rente nog meer zou aantrekken, moeten aandelen het in een scenario van sterkere groei goed doen dankzij de hoge risicopremie voor aandelen (4,10%), dat wil zeggen het rendementsverschil ten opzichte van obligaties. Daarom handhaaft Carmignac Investissement aan het begin van dit jaar een hoge blootstelling aan de internationale aandelenmarkten. De allocatie is vooral gericht op thematieken die maximaal kunnen profiteren van de wereldwijde groei, die wordt aangedreven door de forse groei van de opkomende economieën, hoewel afgeremd door minder inschikkelijk monetair beleid, en van de opleving van de Amerikaanse conjunctuur.

► De stijgende levensstandaard in de opkomende landen blijft het belangrijkste thema

De stijgende levensstandaard in de opkomende landen blijft het belangrijkste thema van Carmignac Investissement, met 33,4% van de posities tegenover 35,1% drie maanden geleden. Wegens de inflatiedruk in de nieuwe landen waren we niet geneigd om de weging van deze thematiek, die tijdens het vorige kwartaal goed presteerde, te versterken. Wij hebben echter wel onze blootstelling aan de stijgende consumptie in de opkomende landen verhoogd door LVMH en Rlichemont bij te kopen en een nieuwe positie te nemen in Hermès, dat ook op speculatieve gronden aantrekkelijk is. In de financiële sector profiteerden wij van de inzinking op de Chinese beurzen om onze posities in de banken ICBC en China Construction Bank te versterken. Daarnaast namen wij nieuwe posities in Latijns-Amerika: de bank Credicorp in Peru en Grupo Financiero Galicia in Argentinië, die goed geplaatst is om zijn voordeel te doen met de verbetering van het landenrisico, die zich volgens ons aftekent. Andersom verlaagden wij onze posities in de banken Itau Unibanco in Brazilië en Sabanci in Turkije, die mogelijk te lijden zullen hebben van een minder inschikkelijk monetair beleid.

► De grondstoffen blijven profiteren van de overvloed aan liquiditeiten

De weging van het thema grondstoffen nam toe van 9,7% tot 12,4% van de portefeuille van Carmignac Investissement. Dankzij de stijging van deze sector, die werd bevorderd door de liquiditeitsinjectie van de Fed, kunnen wij rustig afwachten totdat de inflatiedruk in de opkomende landen – grotendeels door die stijging veroorzaakt – afneemt. Met First Quantum en Equinox Minerals, twee koperproducenten op de Canadese beurs, versterkten wij onze blootstelling aan onze favoriete grondstof koper. Op een heel ander terrein startten wij een positie in het

Amerikaanse Intercontinental Exchange, beheerder van de belangrijkste grondstoffenbeurzen, om te profiteren van de grote belangstelling voor deze markten. Onze positie in Potash Corp, dat volop profiteert van de scherpe stijging van de landbouwgrondstoffen, werd versterkt. Verder werd ook het thema energie versterkt van 14% tot 15,4% van de portefeuille van Carmignac Investissement. Naast de vraag van China neemt nu immers ook de vraag vanuit de OESO-landen toe en dit drijft de brandstofprijzen op.

► **De defensieve waarden en de goudmijnen zijn verlaagd**

De weging van de defensieve waarden is aanzienlijk verlaagd: van 8% tot 4,7% van de portefeuille van Carmignac Investissement. Wegens de gunstige kortetermijnvooruitzichten voor de wereldeconomie hebben we deze post verlaagd, om de portefeuille te heroriënteren naar thematieken die sterk profiteren van de groei. De weging in goudmijnen is verlaagd van 13,6% naar 12,3%. Het vooruitzicht van een minder inschikkelijk Europees monetair beleid drukt duidelijk op de goudkoers, evenals de stijging van de reële obligatierente in de ontwikkelde economieën. Maar goud blijft volgens ons de ultieme dekking in deze uitzonderlijke economische context, waarin staatsschulden en valuta's door de deflatievrees in waarde blijven dalen.

II – Rendementsbronnen op de obligatiemarkten

► **De bedrijfsobligaties blijven in onze positionering overheersen.**

Bedrijfsobligaties zullen in 2011 goed varen bij het macro-economisch herstel, maar kunnen anderzijds worden beïnvloed door rentestijgingen. Wij hebben onze positionering aangepast door af te stappen van obligaties die daarvoor het gevoeligst zijn. Het effect van rentestijgingen op de absolute prestatie is immers niet lineair, het is ook afhankelijk van de kredietspreads, die in dergelijke omstandigheden vaak verkrappen en daardoor het negatieve effect van een rentestijging kunnen compenseren. Voor onze beleggingen richten wij ons hoofdzakelijk op obligaties die van een dergelijk 'schokdempereffect' kunnen profiteren.

► **Het segment 'hoogrentende obligaties' biedt veel kansen**

In een fase van gematigde rentestijgingen kunnen hoogrentende bedrijfsobligaties net als aandelen een positieve absolute prestatie opleveren. Dit lijkt nu het geval voor BB-ratings (premie tussen 300 en 450 basispunten) en vooral voor kredieten met een B-rating (premie van meer dan 450 basispunten). Tegen de achtergrond van het economisch herstel is het een optie om ondernemingen te financieren die weliswaar hogere schulden hebben, maar waar wij een vrij goede kijk op hebben. Zo hebben wij belegd in Fortescue, een van de grootste Australische ijzerertsproducenten, met een B-rating en een rendement van 6,4% op 4 jaar.

► De staatsobligaties zijn verminderd

De weging van Carmignac Patrimoine in staatsleningen van ontwikkelde landen is teruggebracht tot 6,6%. Massale staatsschulden, druk op de waarderingen, aanzienlijke positionering van beleggers en reflatiebeleid creëren een moeilijke context voor deze activaklasse, ook al mag verwacht worden dat de combinatie van lage inflatie en inschikkelijk beleid van de Fed zal voorkomen dat de rentetarieven de pan uit rijzen. Wij handhaven een geringe blootstelling als verzekering ingeval de groeicijfers ondanks alle inspanningen tegenvallen of ingeval de Europese crisis zou verergeren en zich naar landen als Spanje zou uitbreiden. Onze positie bestaat uit leningen met een gemiddelde looptijd van 4,3 jaar. Het renterisico is volledig afgedekt door de verkoop van futures op Amerikaanse en Duitse staatsleningen. De staatsobligaties van opkomende landen zijn ook verminderd. Deze vertegenwoordigen nu 7,8% van de portefeuille van Carmignac Patrimoine, waarvan 6,6% in lokale schuld van opkomende landen.

Contactpersonen voor de media:

CARMIGNAC GESTION

Agnès Séverin

Co-Head of Communication

Tél : + 33 1 70 38 56 85

aseverin@carmignac.com

Josipa FINK

Tél : +33 1 70 92 33 74

jfink@carmignac.com

CITIGATE FIRST FINANCIAL

Edi COHEN

Tél : +31 6 21 51 78 20

edi.cohen@citigateff.nl

CARMIGNAC GESTION

Carmignac Gestion, in 1989 opgericht door Edouard Carmignac, is vandaag een van de belangrijkste vermogensbeheerders van Europa. Het aandelenkapitaal is volledig in handen van het management en de werknemers. Dit stabiel aandeelhouderschap garandeert het voortbestaan van de onderneming en verleent haar de noodzakelijke onafhankelijkheid die als basis dient voor een uitstekend en erkend beheer.

Met meer dan 55 miljard euro aan beheerd vermogen, ontwikkelde Carmignac Gestion een volledig aanbod van 18 beleggingsfondsen over alle activaklassen alsook een discretionair beheer waarmee optimaal wordt ingespeeld op de behoeften van de klanten. Onze Fondsen worden actief aangeboden in 11 Europese landen: Frankrijk, Luxemburg, Zwitserland, België, Italië, Duitsland, Oostenrijk, Spanje, Nederland, Zweden en het Verenigd Koninkrijk.

In het kader van haar internationale ontwikkeling beschikt Carmignac Gestion sinds 1999 over een dochtermaatschappij in Luxemburg, opende zij in 2008 twee vestigingen in Madrid en Milaan en is zij overgegaan, in Singapore, tot het registreren van het totale fondsengamma voor professionelen.