

Economische vooruitzichten en beleggingsstrategie voor het derde kwartaal 2011

I – Economische vooruitzichten

► Ontwikkelde landen worden geconfronteerd met het risico van “japanisering”

De ontwikkelde landen kampen met overheidsschulden en hun groei dreigt langdurig te verzwakken door de recessiedruk die het gevolg is van de voortdurende afname van het hefboomeffect, zoals ook het geval was voor de groei van de Japanse economie nadat daar de kredietcrisis begin jaren '90 uitbarstte. Het uitgevoerde of louter beleden bezuinigingsbeleid maakt mate het gevaar van “japanisering” van de ontwikkelde economieën steeds groter. Gegeven het hardnekkige deflatieklimaat, is terugkeer naar een strikt begrotingsbeleid inderdaad problematisch. Voortijdige besparingsmaatregelen zouden recessieve gevolgen hebben voor de groei, waardoor het wegwerken van overheidstekorten juist weer erg moeilijk wordt.

► De besluiteloosheid van de Europese autoriteiten verergert de crisis en heeft als effect dat de kans op besmetting toeneemt

In Europa, waar het gevaar van een deflatoire spiraal voor de diverse lidstaten bijzonder hoog is, leggen het IMF en de landen met het gezondste begrotingsbeleid een aan zelfmoord grenzende budgetdiscipline op aan landen die geen groei kennen, terwijl de ECB tegelijkertijd de druk opvoert door de basisrente te verhogen. Het Japanse voorbeeld toont echter ondubbelzinnig aan dat dit beleid niet zonder gevaren is. Omdat de verzwakte landen hun munten niet kunnen devalueren, blijft hen geen andere keuze dan een zo goed mogelijk georganiseerde herstructurering van hun schuld, gecombineerd met krachtige maatregelen om hun economische concurrentiepositie te verbeteren. De herhaaldelijke aanvallen door de markten illustreren de vanzelfsprekendheid hiervan, maar de dogmatische weerstand van de ECB maakt elke dag die voorbij gaat de toekomstige aanpassing moeilijker en duurder voor de perifere landen. Het creëert ook een schrikwekkende risico van besmetting van Spanje, Italië, en morgen misschien wel Frankrijk.

► Het uitstel van de onvermijdelijke herstructurering van de Griekse schuld brengt de kredietverlening aan de Europese lidstaten in gevaar

De vooruitzichten voor de renteontwikkeling in Europa dreigen, niet voor de eerste keer, afstand te nemen van die in de Verenigde Staten. De conjuncturele vertraging aan de andere zijde van de Atlantische Oceaan beïnvloedt op onze economieën met de gebruikelijke vertraging van 3 tot 6 maanden, waardoor de kans op herstel van de lange rente kleiner wordt. Wat het korte deel van de rentecurve betreft, pleit de toenemende kwetsbaarheid van de “perifere” Europese landen ervoor dat de Europese Centrale Bank een minder ontoegeeflijk monetair beleid gaat voeren, waardoor naar onze mening de kans op een stijging van de basisrente voor het einde van het jaar afneemt. Omgekeerd zal het rampzalige uitstel van de onvermijdelijke herstructurering van de Griekse schuld het alle Europese landen

moeilijker maken zich te financieren. De plicht om een groeiende lijst verzwakte landen bij te staan, wat noodzakelijk is om de euro te redden, weegt zwaar op emittenten van staatsobligaties met een AAA-rating.

► De economische groeivertraging in de Verenigde Staten zal langer duren dan verwacht door de markt/consensus

In de Verenigde Staten wordt de vertraging, die in het tweede kwartaal inzette, algemeen nog beschouwd als een pauze halverwege de cyclus, veroorzaakt door voorraadafbouw, hetgeen in dit stadium normaal is, en door exogene factoren van tijdelijke aard. Zelfs al achten wij het waarschijnlijk dat de macro-economische cijfers de komende maanden zullen verbeteren vanwege de daling van de olieprijs en de positieve effecten van het herstel van de Japanse productieketen, toch geloven we dat deze opleving om minstens drie redenen van korte duur zal zijn. De eerste is dat de voorspellende indicatoren van de Amerikaanse groei de laatste maanden zozeer zijn teruggelopen, dat slechts een lichte en tijdelijke omslag van de cyclus kan worden verwacht. De tweede is dat bepaalde variabelen die bijdragen aan de huidige groei op hun maximum zitten. Zo is het onwaarschijnlijk dat de detailhandelsomzet met 7,5% per jaar kan blijven groeien. De derde en belangrijkste reden voor onze scepsis heeft betrekking op de hardnekkigheid van de deflatoire gevolgen van de afnemende hefboomwerking voor de economie, die ondernemingen ertoe brengt zo weinig mogelijk risico's te nemen. Dit komt het duidelijkst tot uitdrukking in de aanhoudende zwakte van de Amerikaanse arbeidsmarkt. Hierdoor vermindert het potentieel van de binnenlandse vraag en houdt de malaise op de vastgoedmarkt aan.

► De opkomende landen kunnen opnieuw een tegenwicht bieden aan de problemen van de ontwikkelde landen

Hoewel we erkennen dat we het voorbije kwartaal te optimistisch waren over de timing van de omslag in het inflatietempo, zijn we ervan overtuigd dat het einde in zicht is van de monetaire verkrapping in China, waar de inflatiepiek in de komende twee maanden bereikt zou moeten worden. Het einde van de monetaire verkrapping die eraan zit te komen, zal voor de groei van de wereldeconomie een enorm tegengewicht bieden aan de te verwachten zwakte van de ontwikkelde economieën. De sterke groei die we hier verwachten, zal mogelijkheden bieden om de schuldenpositie van de provincies aan te pakken, zoals dit gebeurde voor de twijfelachtige vorderingen van de banken enkele jaren geleden. Als de opkomende landen erin slagen om hun groei te verleggen naar hun eigen consumptie, kunnen ze zelfs belang hebben bij de duurzame groeivertraging van de ontwikkelde landen. Hun beperkte vraag naar grondstoffen zal namelijk bijdragen tot minder inflatiedruk. Deze landen, die niet te kampen hebben met echte overheidsschuldproblemen, behouden aldus een heel hoog groeipotentieel en sommige onder hen zullen hun inflatie binnenkort zien stabiliseren, of zelfs terugvallen. Onder deze omstandigheden lijken de beurswaarderingen ons uitermate aantrekkelijk, met K/W's van 13 x (op basis van de verwachte winst over 2012) in India en 9 x voor de in Hongkong genoteerde Chinese aandelen. We verkiezen deze markten boven die van Korea en Taiwan, waarvan de economie meer afhangt van hun export naar de ontwikkelde landen.

II - Beleggingsstrategie

I – Internationale aandelen

► We behouden een sterke blootstelling aan de opkomende landen

De ontwikkelde economieën zitten in het nauw door de Europese crisis en de afgenomen hefboomwerking, waardoor hun groeipotentieel verzwakt is, terwijl de risico's zijn toegenomen. Omwille van deze vaststelling behouden we een belangrijke blootstelling aan de opkomende markten, omdat sommige daarvan in staat zijn de zwakte van de ontwikkelde economieën te compenseren. Door de blootstelling aan andere valuta's dan de euro kunnen de internationale fondsen bovendien voordeel trekken uit hun waardeinstijging ten opzichte van de overgewaardeerde en door grote onzekerheden verzwakte Europese eenheidsmunt. Carmignac Investissement begon het kwartaal dus met een verhoogde kaspositie van 6,2% en een blootstelling aan de dollar en de valuta's van de opkomende landen van 56%. Het thema van de verhoging van de levensstandaard in de opkomende landen steeg van 34,1% naar 38,6% van de portefeuille van Carmignac Investissement, dit weerspiegelt ons toegenomen vertrouwen in een gunstige afloop van hun strijd tegen de inflatie.

► Onze weging in de energiesector blijft stabiel, terwijl we onze posities in gediversifieerde metalen hebben verlaagd

Het thema energie werd gehandhaafd op 15,5% van de portefeuille van Carmignac Investissement; de verhoging van onze posities in veelbelovende exploratie-/productieondernemingen (HRT Participacoes, Tullow Oil en Woodside Petroleum) werd gefinancierd door verlaging van onze posities in oliediensten (Transocean, National Oilwell, Schlumberger). We hebben daarentegen onze blootstelling aan gediversifieerde metalen verlaagd van 9,3% naar 4,8% van de portefeuille. We zijn immers van mening dat deze sector bijzonder kwetsbaar is voor de economische groeivertraging en de afname van de liquiditeit. Onze posities in Freeport McMoran, Xstrata en Antofagasta werden daarom allemaal verkocht.

► We handhaven ons goudsegment

Onze positie op goudmijnen bleef precies stabiel op 11,2% van de portefeuille van het Fonds. De aanscherping van de crisis in Europa en de ontsporing van de Amerikaanse overheidsfinanciën zijn factoren die de valuta's en de kredietwaardigheid van landen verzwakken, hetgeen zou moeten uitmonden in een aanhoudende stijgende goudprijs. De goudmijnen zijn trouwens zelden zo ondergewaardeerd geweest, gelet op de goudprijs. Deze strategische post in de defensieve structuur van de portefeuille zou de komende kwartalen een grote bijdrage moeten leveren aan de relatieve en absolute performance.

► Het thema innovatie werd naar beneden bijgesteld ten gunste van een versterking van de positie in defensieve aandelen

Het thema innovatie, dat ook gevoelig is voor de mondiale bedrijvigheid, werd teruggebracht (van 15,1% naar 11,6% van de portefeuille van Carmignac Investissement), ten koste van de sector informatietechnologie. Onze twee paradepaardjes in deze sector, Apple en Oracle, kenden een mooi koersverloop. De sector defensieve aandelen werd logischerwijze herwogen (van 4,9% naar 12,4% van de portefeuille), hoofdzakelijk door verhoging van de posities in

Nestlé, Mead Johnson, een Amerikaanse voedingsmiddelenconcern dat sterk vergegenwoordigd is in China, en Vertex Pharmaceutical, een biotech-bedrijf dat een pioniersrol speelt in de strijd tegen hepatitis C.

II – Rendementsbronnen op de obligatiemarkten

► We hebben onze allocatie aan bedrijfsobligaties iets gereduceerd

Onze allocatie aan bedrijfsobligaties is lichtjes afgenomen van 34% naar 32% van de activa van Carmignac Patrimoine. De nog altijd gunstige basiscijfers van de ondernemingen zijn nog steeds bepalend voor deze activaklasse, zelfs al zal hun weerstandsvermogen tegen een macro-economische schok waarschijnlijk van tijdelijke aard zijn. Met een inflatie van rond de 3% in zowel Europa als de Verenigde Staten en een basisrente van respectievelijk 1,5% en 0,25%, blijven bedrijfsobligaties aantrekkelijke beleggingen, waarbij de 'high yield' en 'investment grade' segmenten rendementen opleveren van respectievelijk 7,3% en 4%.

► De post staatsobligaties van ontwikkelde landen is stabiel gebleven, terwijl we de duration actief beheren

De post staatsobligaties van ontwikkelde landen is stabiel gebleven op 3,65% van de activa van Carmignac Patrimoine. In de loop van het afgelopen kwartaal werd de duration van het Fonds, die schommelde , tussen 0,5 en 6, tactisch beheerd. De besluiteloosheid van Europa om te erkennen dat Griekenland de facto in een situatie van wanbetaling verkeert, creëert een gevaarlijk besmettingsklimaat dat de deflatiedruk op landen die verzwakt zijn door hoge schulden opvoert. Zo is de renteopslag die op Franse staatsobligaties geëist wordt vergeleken met Duitse staatsobligaties op zijn hoogst, namelijk 63 basispunten. Al 18 maanden zijn er in de portefeuille geen Europese staatsobligaties meer, afgezien van Duitse staatsobligaties.

► We hebben winst genomen op de post staatsobligaties van opkomende landen

De positie in de staatsobligaties van opkomende landen is verlaagd van 8,2% naar 4,3% van de portefeuille van Carmignac Patrimoine (waarvan 3,3% belegd in lokale schulden van opkomende landen). Ondanks de vrees voor een groeivertraging in Amerika en een verslechtering van de begrotingstoestand in de Europese perifere landen, hebben verscheidene staatsobligaties van opkomende landen (Brazilië, Colombia, de Filippijnen en Hongarije) geprofiteerd van verhogingen van hun rating. Hierdoor konden we behoorlijke winsten boeken op onze posities in Brazilië, Colombia, Mexico en Indonesië, en onze blootstelling op Hongarije verlagen. We voorzien echter weer lokale schulden van bepaalde opkomende landen te gaan kopen om te kunnen profiteren van de daling van de lange rente die zou moeten beginnen.

► De post liquide middelen is versterkt

Onze allocatie aan liquide instrumenten is verhoogd van 13% naar 17%, doordat onze verkochte aandelen deels werden omgezet in Amerikaans schatkistpapier.

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 bijna 50 miljard euro aan beheerd vermogen, ontwikkelde Carmignac Gestion een volledig aanbod van 19 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.