

Economische vooruitzichten en beleggingsstrategie voor het vierde kwartaal 2011

I – Economische vooruitzichten

► De verergering van de Europese crisis maakt de aanpak van het groeiprobleem noodzakelijk

De situatie in Europa is buitengewoon zorgwekkend. De aanvallen van de markten op landen met de meest flagrante begrotingsproblemen leiden slechts tot bezuinigingen die de economische vertraging alleen maar in de hand werken in de ontwikkelde landen, die steeds minder in staat zijn hun economie te laten groeien. Elke poging om het Griekse probleem op te lossen en besmetting van andere lidstaten tegen te gaan, is evenwel zinloos indien deze niet gepaard gaat met vergaande maatregelen die de groei op korte termijn stimuleren. Zonder groei kunnen het begrotingstekort en de staatsschuld namelijk onmogelijk worden teruggedrongen. Europa lijkt de Japanse weg op te gaan in de aanpak van de schulden crisis. Die methode is echter tot mislukking gedoemd: de Europese export is niet omvangrijk genoeg om de negatieve effecten van het bezuinigingsbeleid op de binnenlandse vraag te compenseren en de ongeduldige buitenlandse crediteuren hebben helemaal geen zin om "de tijd zijn werk te laten doen". De toegenomen kwetsbaarheid van de Europese banken, die structureel erg gevoelig zijn voor een verslechtering van hun herfinancieringsvoorwaarden (met een ratio kredieten/deposito's van 165% tegenover 81% in de Verenigde Staten), zal er bovendien toe leiden dat zij zowel de huishoudens als het bedrijfsleven onder druk zullen zetten om hun schulden af te lossen. Daar wij weten dat het aandeel van de bankkredieten in de eurozone 164% en in de Verenigde Staten 62% van het BBP vertegenwoordigt, kan men zich het risico voorstellen dat deze versnelde vermindering van het hefboomeffect met zich meebrengt. Een gedwongen herkapitalisatie van de banken zou dit risico op zijn best kunnen afremmen.

► De ECB moet een nulrentebeleid voeren om de euro zwakker te maken

Aangezien de Europese politiek moeite heeft om snel een geloofwaardige oplossing aan te dragen voor de problemen in de perifere landen, moet de Europese Centrale Bank resoluut het initiatief nemen om tegelijkertijd de euro en de herfinancieringskosten van de verzwakte landen op korte tijd fors te doen dalen. Daartoe dient de beleidsrente tot dicht bij nul te worden gebracht en moeten staatsobligaties van de landen in moeilijkheden worden gekocht, zonder dat deze aankopen door nieuwe emissies worden gecompenseerd (niet-geneutraliseerde interventies). De daaruit voortvloeiende verzwakking van de euro zou waarschijnlijk leiden tot een hogere groei door een meer concurrerende export en de op grote schaal geïnjecteerde liquiditeiten zouden de deflatiedruk tegengaan en zelfs een geringe inflatie tot gevolg hebben, waardoor de schuldenlast des te meer zou worden verlicht. Het is absoluut noodzakelijk dat de ECB die maatregelen neemt, maar Duitsland ligt dwars, zelfs nu dit land zijn groeivooruitzichten voor 2012 tussen augustus en september heeft zien kelderen van 1,9% naar 1,2%.

- ▶ De Verenigde Staten beschikken over meer speelruimte in hun begrotingsbeleid, maar het politieke klimaat lijkt niet erg gunstig voor steunmaatregelen

De schuldeisers van de Amerikaanse overheid vertonen nog geen tekenen van ongeduld, zoals blijkt uit de daling van de rente die beleggers van het ministerie van Financiën eisen na de verlaging van de Amerikaanse rating door Standard & Poor's. Bovendien lijkt de Amerikaanse Federal Reserve meer vastberaden dan de ECB om de deflatoire effecten van de afname van het hefboomeffect koste wat kost tegen te gaan. De komende verkiezingen lijken evenwel in de weg te staan aan doortastende overheidsmaatregelen om de economische bedrijvigheid te ondersteunen. Alleen al de afschaffing van de door de regering-Bush doorgevoerde belastingverlagingen, een maatregel die zeer goed denkbaar is gezien de starre houding van de politici, zou in 2012 (ceteris paribus) 1,3% van de economische groei afromen, vooral door het negatieve effect ervan op de consumptie. De consensus over de voor 2012 verwachte groei is tussen januari en september dan ook gedaald van 3,3% tot 2,1%, wat ons nog veel te optimistisch lijkt.

- ▶ Het inflatieprobleem in de opkomende landen is niet meer zo acuut, zoals blijkt uit de eerste renteverlagingen

In de opkomende landen houdt de inflatiedruk aan, deels door het vertraagde effect van de stijging van de grondstoffenprijzen en deels door meer structurele factoren, zoals de gewenste, en zelfs georkestreerde, stijging van de lonen. Zo is de Chinese inflatie (exclusief levensmiddelen) in de afgelopen twaalf maanden gestegen van 1,4% naar 3,0%. De terugval van de prijzen van industriële en agrarische grondstoffen zal de inflatiedruk er zeker doen dalen. Andere opkomende landen lijken daar trouwens al op te anticiperen, zoals blijkt uit de 'onverwachte' renteverlagingen in Brazilië, Turkije, Rusland en Israël.

- ▶ De opkomende landen beschikken over een aanzienlijke financiële speelruimte om het besmettingsrisico het hoofd te kunnen bieden

Op basis van onze analyse menen wij dat de aanzienlijke reserves die de opkomende exportlanden hebben opgebouwd, hen voor de door heel wat waarnemers gevreesde besmetting zullen behoeden. De recente sterke daling van de valuta's van bepaalde opkomende landen tegenover de dollar en van de koersen van hun staatsobligaties (zowel in de lokale valuta als in andere valuta's uitgegeven), zal volgens ons evenwel geen structurele financieringsproblemen opleveren voor de belangrijkste spelers in die landen. In de periode tussen de Aziatische crisis aan het einde van de jaren '90 en de huidige situatie hebben de opkomende landen zich ontwikkeld van de debiteur van de rest van de wereld tot de "lender of last resort". Deze structurele wijziging in de krachtsverhoudingen tussen beide werelden betekent echter niet dat we ons geen zorgen meer hoeven te maken. Anders dan in 2008, toen het Chinese herstelplan een wereldwijde recessie voorkwam, heeft China er nog geen behoefte aan zijn restrictieve monetaire beleid te versoepelen of om nieuwe herstelplannen te lanceren, en wel om twee redenen: de inflatie blijft er hoog (6,2%) en de economie draait nog altijd op nagenoeg volle toeren.

- ▶ De weer stijgende yuan is een katalysator voor de opkomende markten

De opkomende markten zullen zonder een krachtige katalysator niet helemaal gevrijwaard blijven van de problemen op de markten van de ontwikkelde economieën. Wij denken dat een kentering in het Chinese monetaire beleid zo'n katalysator zou kunnen zijn. Als China zou besluiten de economische bedrijvigheid te ondersteunen (via een verlaging van de verplichte kapitaalbuffers voor de banken), zal de speelruimte van China, zowel door de reikwijdte als de diversiteit daarvan, bijdragen aan een krachtig herstel, dat zich ook zeker naar de aandelenmarkten zal doortrekken,

aangezien de waarderingen weer zijn gedaald naar het dieptepunt van 2008 en steeds aantrekkelijker worden voor beleggers. Deze ervaring zal vermoedelijk samengaan met een opwaardering van de yuan, die kan bijdragen aan de reflatie in de wereldeconomie.

II - Beleggingsstrategie

I – Internationale aandelen

► Wij handhaven een defensieve positionering

Op grond van onze interpretatie van de economische omgeving handhaven wij onze defensieve positionering. Door de ontoereikende respons van de Europese autoriteiten op de schulden crisis in combinatie met de politieke impasse in de Verenigde Staten en de Chinese keuze om het restrictieve monetaire beleid ten aanzien van de kredietverlening en de inflatie te handhaven, is de kans immers groot dat de economische groei in de ontwikkelde landen nog meer vertraagt, wat vermoedelijk tot een nieuwe baisseperiode op de markten zal leiden. Wij gaan het nieuwe kwartaal dan ook in met een nog steeds lage aandelenblootstelling. Wij zijn echter voornemens om vanuit tactisch oogpunt de blootstelling van de portefeuille weer te verhogen teneinde te profiteren van verbeteringen in het sentiment die zich ongetwijfeld zullen voordoen, in de aanloop naar de gezamenlijke initiatieven van Europa en het IMF begin november. Niettemin zullen wij overwegend ‘defensief’ gepositioneerd blijven, met name door de blootstelling van de portefeuille aan de euro zal zo laag mogelijk te houden, zolang geen maatregelen worden aangekondigd die de groei op de korte termijn stimuleren.

► De verbetering van de levensstandaard in de opkomende landen blijft het belangrijkste thema in onze allocatie

De weging van het thema ‘verbetering van de levensstandaard in de opkomende landen’ is weliswaar verreweg het hoogst gebleven, maar zij werd wel verlaagd van 38,6% naar 34,0% van de portefeuille van Carmignac Investissement, voornamelijk wegens de relatief minder goede prestatie van aandelen in de opkomende landen, die versterkt werd door de val van een aantal valuta’s aan het einde van het kwartaal. De noodgedwongen verkoop van een aantal wereldwijde fondsen heeft tegen het eind van dit zeer desastreuze beurskwartaal de performance gedrukt. Het enige nieuwe aandeel in de portefeuille is Sun Art Retail, een veelbelovende joint venture van Auchan in de Chinese distributiesector. Wat de verkoop van posities betreft, hebben wij Haci Omer Sabanci (Turkije) volledig van de hand gedaan en hebben wij onze positie in LVMH teruggebracht.

► We handhaven ons goudsegment

Goudmijnen zijn ons op één na belangrijkste beleggingsthema geworden nadat de weging van 11,2% naar 14,4% van de portefeuille van Carmignac Investissement is gegaan. Aanleiding daartoe was de betrekkelijk grote waarde stijging van de sector, die dit kwartaal een positief absoluut rendement heeft neergezet. Dit thema is aangevuld met een nieuwe Canadese onderneming: Detour Gold. Wij hebben positief gereageerd op het laatste verzoek van dit bedrijf tot volstorting voordat een buitengewoon aantrekkelijke vindplaats in exploitatie gaat. Daarnaast hebben wij onze positie in Randgold versterkt.

► We hebben onze blootstelling aan de sectoren grondstoffen en innovatie verlaagd

Het thema energie is verlaagd van 15,5% naar 12,2% van de portefeuille van Carmignac Investissement, aangezien wij

bezorgd waren over de ontwikkeling van de mondiale groei. De posities in National Oilwell en Galp Energie zijn verkocht en die in Schlumberger is teruggebracht. Als we kijken naar onze posities in basismaterialen, vertegenwoordigt het complex natuurlijke hulpbronnen, nu 14,8% van de portefeuille. De weging van het innovatiesegment is verminderd van 11,6% naar 10,7% van de portefeuille, ondanks de uitbreiding van onze positie in Apple, dat blijft verrassen en zijn succes ondanks het overlijden van de oprichter lijkt te kunnen voortzetten. Mediatek is verkocht wegens het gebrek aan vooruitzichten in een markt waarin de concurrentie is toegenomen. Ten slotte kunnen wij tevreden zijn over het bod, met een premie van 80%, van Hewlett Packard op Autonomy. Voorts is de weging van het thema defensieve aandelen met één punt gestegen; deze bedraagt nu 13,3% van de beleggingen van het fonds.

► De post liquide middelen is versterkt

De sterke stijging van onze liquiditeiten --, 11,7% van de portefeuille tegenover 6,2% drie maanden geleden -- weerspiegelt ons aanhoudende wantrouwen ten opzichte van de aandelenmarkten. Met goud en de defensieve aandelen in de portefeuille draagt deze post bij aan een defensieve component die nu 40% van de portefeuille bedraagt, terwijl 60% is bestemd voor de groeithema's.

II – Rendementsbronnen op de obligatiemarkten

► De flexibiliteit van onze assetallocatie blijkt in de huidige omstandigheden buitengewoon doeltreffend

Gezien het risico dat de wereldeconomie in een recessie geraakt, blijft de allocatie van onze verschillende rendementsbronnen flexibeler dan ooit. Vanwege het beperkte zicht op de toekomst aan het einde van dit kwartaal, zowel wat de omvang van de groeivertraging van de Amerikaanse economie als wat het reddingsplan voor de euro betreft, is de portefeuille van Carmignac Patrimoine zo samengesteld dat zij bestand is tegen een verdere toename van het recessierisico. Uiteraard zullen we tactisch bijsturen zodra er meer nieuws is over deze beide grote onzekerheden.

► In de context van een economische groeivertraging fungeren Duitse en Amerikaanse staatsobligaties als vluchthavens

Bij gebrek aan doortastende, onmiddellijk doorgevoerde maatregelen in Europa zal de neerwaartse druk op de economie en de prijzen op korte termijn aanhouden; daardoor krijgen staatsobligaties van de toonaangevende landen (Verenigde Staten en Duitsland) onvermijdelijk de rol van veilige haven. De post staatsobligaties van ontwikkelde landen is gestegen van 3,65% naar 10,4% van de portefeuille van Carmignac Patrimoine. We hebben de weging van deze component verhoogd door onze allocatie aan Duitse staatsobligaties tot medio juli uit te breiden. We zagen ons door de Europese crisis namelijk genoodzaakt om onze toevlucht te nemen tot veilige havens. De voorgestelde oplossingen voor de Europese crisis houden echter wel het risico in dat Duitsland meer gewicht in de schaal zal moeten leggen, aangezien de ECB weigert de schuld van de zwakke landen te monetiseren. Sinds medio juli zijn we daarom vooral blootgesteld aan de Verenigde Staten. De Fed heeft nieuwe onconventionele maatregelen genomen door zich ertoe te verbinden de rente tot 2013 op 0% te houden en een programma te lanceren in het kader waarvan zij de gemiddelde looptijd van haar Amerikaanse staatsobligaties verhoogt.

► De post staatsobligaties van opkomende landen is verminderd.

Onze portefeuille staatsobligaties van opkomende landen is teruggebracht van 4,3% tot 2,5% (waarvan 1,7% belegd is in obligaties die in lokale valuta's zijn uitgegeven). De positionering van beleggers blijft de voornaamste technische factor die de vooruitzichten voor dit segment op korte termijn onder druk zet. We zullen niet aarzelen onze weging van deze activaklasse op te trekken indien zou blijken dat, anders dan wij veronderstelden, er in de VS geen zware recessie komt of het systeemrisico aanzienlijk daalt. De recente daling van de valuta's en obligaties van de opkomende landen biedt immers een mooie beleggingskans die onmiddellijk moet worden aangegrepen. De vrees voor een besmetting met de problemen van de ontwikkelde landen lijkt ons namelijk erg overdreven, ook al kan de te verwachten uitvoering van een groeistimulerend beleid in de opkomende landen op korte termijn aanleiding geven tot enige bezorgdheid.

► Bedrijfsobligaties blijven een centrale component van de portefeuille met een belangrijk groeipotentieel

Onze allocatie aan bedrijfsobligaties werd teruggebracht (van 32% naar 26,3% van de beleggingen van Carmignac Patrimoine) door de verkoop van obligaties die volgens ons het gevoeligst waren voor een economische groeivertraging. Zoals de bedrijfsobligatieportefeuille er eind september uitzag, zal zij zelfs in een fase van economische groeivertraging het resultaat waarschijnlijk aanzienlijk ondersteunen, aangezien zij een gemiddeld rendement biedt van 6,41% bij een gemiddelde looptijd van 5,6 jaar (tegenover 1,32% voor Duitse staatsobligaties met dezelfde looptijd). Een dergelijk rendementsverschil, dat weer bijna even groot is als op het dieptepunt van de crisis in 2008, lijkt ons gezien de kwaliteit van de obligaties in onze portefeuille niet gerechtvaardigd. De verruiming van de spreads van bedrijfsobligaties, die vooral te wijten is aan de daling van bankobligaties op de secundaire markt (bepaalde beleggers verkopen hun posities preventief), lijkt ons een uitstekende kans.

► Ons wantrouwen ten aanzien van de aanpak van de Europese crisis heeft ons ertoe gebracht onze blootstelling aan de euro te verlagen en onze liquiditeitspositie op te voeren.

De euro moet zwakker worden. Dat is een noodzakelijke voorwaarde geworden voor de Europese munt om te overleven. Aangezien wij maar weinig vertrouwen hebben in de aanpak van de Europese crisis, hebben wij onze blootstelling aan de eenheidsmunt teruggebracht. Daarbij hebben wij onze in euro uitgedrukte activa afgedekt door de aankoop van termijncontracten in dollar en yen. Onze beschikbare middelen, die het afgelopen kwartaal zijn gestegen van 17% naar 23% van het vermogen, zijn ook voor het merendeel belegd in Amerikaans en Japans schatkistpapier. Daardoor hebben we in de loop van het derde kwartaal kunnen profiteren van de stijging van deze twee valuta's tegenover de euro (met respectievelijk 7% en 1%).

Voltooid op 31 oktober 2011

Contactpersonen voor de media:

CARMIGNAC GESTION

Marie VANBREMEERSCH

Tel. : +33 1 70 92 33 85

mvanbremeersch@carmignac.com

CITIGATE FIRST FINANCIAL

Edi COHEN

Tel: +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 45 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.

Disclaimer

Dit document is noch een beleggingsadvies, noch een financiële analyse. Aan de informatie in dit document mag geen enkele contractuele waarde worden toegekend. Dit document is uitsluitend ter indicatie opgesteld. Carmignac Gestion kan niet aansprakelijk worden gesteld voor enige beslissing die al dan niet op basis van deze informatie wordt genomen, noch voor het eventuele gebruik ervan door derden. Dit document mag alleen worden gebruikt voor de doeleinden waarvoor het is opgesteld en mag zonder de voorafgaande schriftelijke toestemming van Carmignac Gestion niet, geheel of gedeeltelijk, worden gereproduceerd, noch aan derden worden overhandigd of doorgegeven.