

## **Derde kwartaal 2009**

### **Carmignac Gestion**

## **Economische vooruitzichten en beleggingsstrategie**

### **I - Economische vooruitzichten**

- ▶ Het wereldwijde economische herstel wordt bevestigd, maar het verschil tussen ontwikkelde en opkomende landen neemt toe

Volgens de economen van het IMF wordt het herstel van de groei in de ontwikkelde landen bevestigd voor 2010 (+1,6% in de Verenigde Staten en Japan en +0,3% in Europa), maar globaal genomen is het voorlopig nog wachten op een echt duurzame groeidynamiek. Ondanks alle stimuleringsmaatregelen is de terugkeer van de groei immers grotendeels te danken aan de verbetering van de handelsbalansen (door de daling van de import) en aan de consumptie, die beter standhoudt dan verwacht. Dat relatief goede eindverbruik stoelt echter op een aantal kwetsbare elementen. Naast de klassieke meevallers van steunmaatregelen zoals de schrootpremie in de autosector van de Verenigde Staten, heeft de consument vooral geprofiteerd van de daling van de consumptieprijzen (-1,5% tijdens de laatste 12 maanden). De gunstige mechanische gevolgen van deze daling voor de koopkracht lijken echter moeilijk voor herhaling vatbaar, vooral in een context van dalende lonen.

- ▶ Het opkomende universum, en dan in de eerste plaats China, kan bogen op gezonde groeivoorzichten

Die situatie steekt schril af tegen de opmerkelijke weerstand waar de opkomende landen blijk van geven. Door zijn doelmatige stimuleringsplannen heeft China opnieuw aangeknoopt bij een groeiritme van bijna 9%, terwijl India meer dan 6% noteert en ook Brazilië sterk opveert. De dynamiek van de Chinese economie heeft ook een gunstig effect op de buurlanden die sterk van buitenlandse markten afhangen: zowel in Taiwan als in Zuid-Korea draagt de export opnieuw in aanzienlijke mate tot de groei, wat volledig te danken is aan de vraag bij de grote buur. Zo is Korea nog slechts 6% verwijderd van zijn exportniveau van vóór het omvallen van Lehman Brothers. De sterkte van de Chinese vraag is ook goed nieuws voor de landen die grondstoffen produceren, en die dan ook benijdenswaardige groeicijfers kunnen voorleggen.

► De autoriteiten moeten hun steun aan de ontwikkelde economieën voortzetten

In een context waar het economisch herstel van de ontwikkelde landen nog zeer wankel staat, lijkt het ons essentieel dat de autoriteiten hun steunmaatregelen op zowel budgettaire als monetaire vlak handhaven. Paradoxaal genoeg is het voor ons scenario meest schadelijke risico dat van de verwachting van een economisch herstel dat een te snelle normalisering van het monetaire beleid zou veroorzaken in de landen die van strategisch belang zijn voor het wereldwijde evenwicht. Het afbouwen van de niet-conventionele maatregelen van de Federal Reserve zou onvermijdelijk leiden tot een significante stijging van de obligatieopbrengsten en een sterke daling van de liquiditeit. Het lijkt ons dan ook dat de belangrijkste ontwikkelde economieën hun stimulerende beleid moeten voortzetten en de onvermijdelijke aanpassingen naar later moeten verschuiven: afbouw van de liquiditeit en, vooral, gezondmaking van de overheidsfinanciën. Het langzame proces van schuldverlaging moet voortgezet worden met het oog op de overdracht van de schuld van de privésector naar de publieke sector, bij een voor de overheid draaglijke rente.

## II - Beleggingsstrategie

### I – Internationale aandelen

► De marktcontext blijft gunstig voor de aandelenmarkten en rechtvaardigt onze offensieve positie

Ons optimisme inzake de voortzetting van de hausse op de aandelenmarkten is niet geschonden en de ontwikkelingen van de afgelopen maanden tonen duidelijk de gegrondheid aan van onze structurele keuze van blootstelling aan de thema's van de verbetering van de levensstandaard in de opkomende landen en de schaarste van de grondstoffen. Daarnaast lijken de prima prestaties van de aandelenmarkten van de ontwikkelde economieën in een context van tegenvallende economische indicatoren aan beide zijden van de Atlantische Oceaan van eind september tot begin oktober onze keuze voor een hoge blootstelling aan de aandelenmarkten te rechtvaardigen. De sputterende groei van de ontwikkelde economieën biedt anderzijds wel het voordeel dat de zogenoemde exitstrategieën van het stimulerende monetaire en budgettaire beleid naar een latere datum verschoven worden. In combinatie met het vrijwel-nulrentebeleid en de overvloedige liquiditeit vormt dit een geheel van factoren die een gunstige uitwerking hebben op de aandelenmarkten.

► De markten lijken ons niet overgewaardeerd

Hoewel de VS-bedrijven na de hausses van deze zomer gewaardeerd worden bij 17,5 maal hun gemiddelde winst van de afgelopen 10 jaar, dus bijna 10% boven hun mediaanlijn van de laatste 20 jaar, oogt de winstmultiple, die geraamd wordt op 14,8 maal voor 2010, nog redelijk, vooral dankzij de huidige productiviteitswinsten. De kostenverlagingen in de bedrijven, ondanks de afname van de activiteit, en de afbouw van de rentelasten dankzij de verlaging van de schuldgraad zijn twee zeer positieve factoren voor de winstgevendheid van de bedrijven. De opkomende en grondstoffenbedrijven handhaven dan weer hun gemiddelde korting van 20% ten opzichte van de beursindexen van de ontwikkelde landen, ondanks hun recente waardeinstijgingen en hun aanzienlijk gunstigere vooruitzichten.

- ▶ Wij blijven ons richten op het thema van de verbetering van de levensstandaard in de opkomende landen en op dat van de grondstoffen

In het offensieve gedeelte van de portefeuille van Carmignac Investissement (70%), blijft het thema van de verbetering van de levensstandaard in de opkomende landen met 26,2% van het vermogen nadrukkelijk aanwezig. De crisis heeft zich ontpopt tot een katalysator voor de wereldwijde economische herverdeling ten gunste van de nieuwe landen. De normalisering van het monetaire beleid dankzij de snelle economische verbetering in de belangrijkste opkomende landen draagt bij tot de waardestijging van de opkomende valuta's ten opzichte van de grote internationale valuta's, wat een extra stimulans vormt om te beleggen in het opkomende universum. De grondstoffen nemen dan weer 23,7% van het vermogen van Carmignac Investissement voor hun rekening. De stevigheid van de vraag naar grondstoffen in de opkomende landen, in combinatie met het feit dat het bodempeil van de vraag nu wel bereikt is in de ontwikkelde landen, versterkt ons vertrouwen in de vooruitzichten voor de middellange termijn.

- ▶ Wij handhaven een defensieve post van 30% van het vermogen van Carmignac Investissement

Naast de 70% die belegd is in groeithema's, houdt het fonds Carmignac Investissement ook een defensief compartiment van 30% van het vermogen, opgebouwd uit defensieve effecten (gezondheidszorg, niet-cyclische consumptie enz.) en participaties in de goudsector. Het goudthema vertegenwoordigt 13,2% van het vermogen van Carmignac Investissement en blijft de beste afdekking tegen zowel inflatoire als deflatoire scenario's.

## II – Rendementsbronnen op obligatievlak

- ▶ Wij houden vast aan onze strategie die gericht is op de afname van de premies van de bedrijfsobligaties

Globaal genomen noteerden de bedrijfsobligaties de afgelopen maanden een sterke afname van de risicopremie onder impuls van de verbetering van de economische context. Wij denken dat die trend zal aanhouden, maar tegen een achtergrond van outperformance van de kredieten met hoger risico ten opzichte van veiligere leningen. Rekening houdend met de huidige, gunstigere economische omgeving hebben wij een verschuiving doorgevoerd in onze portefeuille door leningen met een premie van minder dan 80 basispunten van de hand te doen en ons te concentreren (voor 40% van de portefeuille bedrijfsobligaties) op royalere premies van 2% en meer, voor kredieten die volgens ons nog steeds kunnen bogen op een aantrekkelijk rendement/risico-profiel. De sector van de bedrijfsobligaties vertegenwoordigt 30% van het vermogen van Carmignac Patrimoine.

► De opkomende strategieën zijn versterkt

De macro-economische breuklijn tussen de ontwikkelde en de opkomende markten heeft bijgedragen tot de hausetrend bij de opkomende valuta's. De risicopremies van de externe schuld zijn dan ook gedaald tijdens het verslagkwartaal, onder andere door de opname van Brazilië in de categorie van de eersterangskredieten. De plaatselijke schulden hebben dan weer geprofiteerd van de afname van de inflatie-indices, die de centrale banken in staat stelde om hun stimulerende beleid voort te zetten. In die context hebben wij onze **opkomende strategieën versterkt**, zowel bij de lokale en de buitenlandse schuld als bij de valuta's. Dit segment vertegenwoordigt nu 10,5% van het vermogen van Carmignac Patrimoine.

► Het profiel rendement/risico van de staatsleningen ziet er weinig aantrekkelijk uit

Zelfs in ons scenario van langzaam herstel van de activiteit in de ontwikkelde landen oogt het **rendement/risico-profiel van de staatsleningen** van de ontwikkelde landen weinig aantrekkelijk. De rentedaling van het afgelopen kwartaal is volgens ons geen lang leven beschoren. Tegen die achtergrond is het segment staatsleningen bij Carmignac Patrimoine teruggeschroefd van 15% naar 10% van het vermogen.

► Wij behouden een positie in inflatiegekoppelde obligaties van de VS

Het leek ons ook aangewezen om onze beleggingen in leningen die aan de VS-inflatie zijn gekoppeld te versterken: ook al is de salarisinflatie door de zwakke arbeidsmarkt vrijwel nul, toch zal een serie ongunstige basiseffecten de komende maanden voor een opstoot van de nominale inflatie zorgen. Deze post vertegenwoordigt 9% van het vermogen van Carmignac Patrimoine.

**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 Édouard 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 bijna 30 miljard euro heeft Carmignac Gestion een uitgebreid aanbod ontwikkeld van 19 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 8 Europese landen: Frankrijk, Luxemburg, Nederland, België, Zwitserland, Italië, Duitsland en Spanje. 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.