

Carmignac Gestion - Economische vooruitzichten en beleggingsstrategie

Tweede kwartaal 2009

I - Economische vooruitzichten

► De wereldeconomie zit in een normalisatiefase

Aan het einde van het vorige kwartaal verklaarden wij dat het ergste van de economische crisis voorbij was. De macro-economische gegevens van de jongste maanden geven ons gelijk. Natuurlijk zal er nog veel moeten gebeuren en blijft het herstel in de ontwikkelde landen aarzelend. Toch lijkt het duidelijk dat de wereldeconomie zich aan het normaliseren is. De politieke en vooral de monetaire overheden, zeker in de Angelsaksische wereld, hebben grote middelen ingezet om de economische machine weer op gang te brengen. Hun daadkracht en het succes van de G20 zijn erin geslaagd de paniek die in het begin van maart nog heerste te bedaren. Het is dan ook mogelijk dat het Geithner-plan (PPIP) om de banken van hun dubieuze activa te verlossen slechts in heel beperkte mate zal worden uitgevoerd; de duidelijk betere vooruitzichten op valorisatie van deze activa spoort hun bezitters immers aan om ze te behouden. Bovendien worden de handelsbanken begunstigd door de steilere rentecurve, het gevolg van de betere vooruitzichten voor de economische toekomst en de handhaving van de basisrente op zeer lage niveaus. Zo is de traditionele kredietactiviteit (op korte termijn lenen om op lange termijn uit te lenen... aan de overheid!) weer buitengewoon lonend geworden voor de banken. De winsten die ze op deze manier maken, zullen hun toekomstige verliezen - vooral in het commerciële vastgoed en in de kredietkaarten - compenseren, zodat hun vermogen om aan de privésector te lenen niet te sterk aangetast zal worden.

► Het inflatiegevaar is op middellange termijn afgewend

Het nieuwe perspectief wordt ook bevestigd door het verdwijnen van de vrees voor deflatie, die plaats maakt voor nieuwe inflatieverwachtingen. De inflatie zou immers kunnen stijgen naarmate de grondstoffen duurder worden en de markten zich richten op strategieën om de crisis te bestrijden. Wij denken dat de vrees voor een terugkeer van de inflatie voorbarig is. De zwakke arbeidsmarkt maakt een door loonsverhogingen gevoede inflatiespiraal immers hoogst onwaarschijnlijk. Bovendien vormt de onderbenutting van de productiecapaciteit in de Verenigde Staten een krachtige rem op elke neiging van de industriëlen om hun prijzen op te trekken.

► De beperking van het hefboomeffect doet haar werk

De Amerikaanse statistieken tonen een opvallende daling van de kredietactiviteit, met een terugval van de uitstaande kredieten in de privésector. Het positieve element voor de banken is het feit dat deze daling voornamelijk voortkomt uit de buiten het banksysteem verleende kredieten (effectisering, AIG, hedgefondsen). Hoewel het totale kredietvolume daalt, zouden de banken dus hun marktaandeel in de kredietactiviteit moeten zien stijgen. De daling van het uitstaande krediet is het gevolg van de beperking van het hefboomeffect, die onontbeerlijk is voor de financiële sanering van de ontwikkelde economieën. De grote uitdaging van het huidige economische en monetaire beleid is het beperken van de uitstaande kredieten zonder de economische groei te belemmeren. De beduidend steilere rentecurve is in dat opzicht een eerste overwinning. Ze stelt ons gerust over de afloop van de crisis.

► **De investeringen zullen de fakkel moeten overnemen van het verbruik**

De activiteit in de VS verbetert maar met mondjesmaat. Hoewel de voorlopende indicatoren (vooral de ISM-indexen) hun in februari 2009 begonnen herstel voortzetten, moeten de reële gegevens het goede nieuws nog bevestigen. Het voorraadpeil blijft zich aanpassen aan de zwakke wereldvraag. De industriële productie zal dus voorlopig niet groeien... maar behoudt al haar potentieel voor een toekomstige heropleving! In de omgekeerde richting heeft het verbruik in de VS standgehouden (+1,4% in het eerste kwartaal, nog betere indicaties voor het tweede). De werkloosheid blijft weliswaar stijgen, maar tegen een trager tempo - opnieuw een bemoedigend signaal (verlies van 345 000 banen in mei en 467 000 in juni, tegenover 741 000 in januari). Wij denken in deze context dat het wereldwijde herstel pas sterk verankerd zal zijn wanneer de voorraden echt worden aangevuld en de wereldhandel zich herstelt. Die twee voorwaarden zijn noodzakelijk opdat er weer geïnvesteerd zou worden. In deze fase van de economische cyclus menen wij dat een duurzame conjunctuurverbetering er pas zal komen wanneer in een niet al te verre toekomst alle economische gegevens gunstig zijn en we echt positieve groeicijfers zien. Toch maken wij ons weinig zorgen. De Amerikaanse conjunctuur zou zich in de volgende maanden moeten herstellen, dankzij zowel het stimuleringsplan van de regering-Obama (6% van het bnp op twee jaar) als het herstel van de kredietmarkt, dat mogelijk is gemaakt door de opmerkelijke heropleving van het bankstelsel in dit tweede kwartaal.

► **Sneller op weg naar een nieuw mondiaal evenwicht**

Terwijl de ontwikkelde economieën slechts haperend weer vaart beginnen te zetten, doen de belangrijkste opkomende landen het beter. Hun veerkracht, vergeleken met de zwakte van de ontwikkelde landen, is buitengewoon bemoedigend. Zo wordt dit jaar een groei van meer dan 7% in China verwacht, terwijl ook India en Brazilië mooie vooruitzichten hebben. Deze ontwikkelingen bevestigen de geldigheid van onze analyse dat de wereldcrisis het ontstaan van een nieuw mondiaal evenwicht bevordert. Ze steunen ook onze verwachtingen voor een terugkeer van een klimaat dat het wereldwijde herstel en de aandelenbeleggingen in de hand zal werken.

II – Beleggingsstrategie

I – Internationale aandelen

► **Wij kiezen voor een scenario van herstel zonder inflatie**

De massale injecties van liquiditeiten in de ontwikkelde landen, zonder inflatoir effect, en het weerstandsvermogen van de belangrijkste opkomende landen, lijken ons scenario te bevestigen: een herstel zonder inflatie, dat echter niet lineair zal verlopen. De gevoeligheid voor de macro-economische gegevens, vooral dan de Amerikaanse, zal de volatiliteit voeden. De ontwikkelde wereld zou zich immers met vallen en opstaan kunnen herstellen. Anderzijds hebben de beurzen zich tussen maart en mei opmerkelijk goed herpakt, zodat men zich kan afvragen of de aandelenmarkten niet te ver vooruitgelopen zijn op de reële economie.

► **De valorisatie van de aandelenmarkten blijft een bron van kansen**

De Amerikaanse bedrijven worden momenteel gewaardeerd aan 16,3 maal hun gemiddelde winst van de voorbije 10 jaar, wat overeenkomt met de mediaan van de voorbije 20 jaar. Historisch gezien is dit een correcte prijs, maar een achteruitgang van de economische vooruitzichten in de VS zou een lager winstveelvoud kunnen rechtvaardigen.

Omgekeerd worden de winstverwachtingen voor 2009 van de opkomende economieën en van de grondstoffen - ondanks hun sterke recente herstel en hun veel betere vooruitzichten - 20% lager ingeschat dan die van het geheel van de effecten van de beursindexen van de ontwikkelde landen.

► **Wij behouden onze defensieve component, in afwachting van de bevestiging van een herstel van de reële economie**

In deze context wachten wij op de publicatie van meer bemoedigende indicaties over de investeringen in de Verenigde Staten, voor wij ons opnieuw blootstellen aan de meer gevoelige thema's van de economische groei. Wij hebben vertrouwen in de huidige structuur van onze portefeuilles. Carmignac Investissement behoudt dus de "Barbell"-structuur die als sinds oktober 2008 uiterst lonend is gebleken. Het Fonds belegt 32% van zijn kapitaal in uitgesproken defensieve posities (liquiditeiten, goud en defensieve sectoren) en 62% in de thema's die het meest profijt zullen trekken van een economisch herstel. Het is dus aan de ene kant opgewassen tegen een baisse en aan de andere kant klaar om zijn voordeel te doen met een hausse.

► **De verbetering van de levensstandaard in de opkomende landen blijft een centraal thema**

De belangrijkste opkomende markten hebben veel betere vooruitzichten dan tijdens de jongste economische vertragingen. Dat is te danken aan twee belangrijke ondersteunende factoren:

- een degelijke begrotingspositie, versterkt door comfortabele valuta-reserves en een positieve betalingsbalans, die de overheden in staat stellen de vereiste fiscale en monetaire maatregelen te nemen. De aanhoudende groei van het krediet in China en de versoepeling van het monetaire beleid in Brazilië illustreren dit.
- een politieke consensus voor structurele hervormingen in vrijwel alle grote opkomende economieën. Het recentste voorbeeld is de uitslag van de verkiezingen in India, waar de hervormingsgezinde stroming het pleit heeft gewonnen.

De aan het einde van 2008 begonnen outperformance van de opkomende markten tegenover de ontwikkelde markten is in het tweede kwartaal versneld. De kloof is groter geworden, vooral dankzij de wereldwijde terugval van de risico-afkerigheid. Deze trend houdt ongetwijfeld verband met de positieve dynamiek van de Chinese economie in de jongste zes maanden. Verscheidene opkomende landen hebben economische cijfers gepubliceerd die duidelijk beter zijn dan de pessimistische voorspellingen van het begin van het jaar. De sterk gestegen instroom van internationaal kapitaal is samengegaan met grote investeringen door de binnenlandse spelers, vooral in Azië (gedeeltelijk dankzij de uiterst lage rentevoeten). In het licht van deze elementen versterken wij de verbetering van het levenspeil als centraal thema in ons beheer, met 27% van de portefeuille van Carmignac Investissement.

► **De natuurlijke hulpbronnen worden bevorderd door de kracht van de Chinese vraag.**

De post natuurlijke hulpbronnen is in de loop van het kwartaal licht achteruitgegaan, van bijna 25% naar 23% van de portefeuille, vooral als gevolg van een relatief negatieve prestatie. Het feit dat de markten op een bevestiging van het herstel van de investeringen in de ontwikkelde landen wachten, heeft een lichte negatieve weerslag en verklaart de beurscorrectie in de energie en de basismaterialen, na hun zeer sterke outperformance sinds het begin van het jaar. Anderzijds heeft het relatieve dynamisme van China vergeleken met de rest van de wereld een sterke impact op de grondstoffen. In het verleden was het Rijk van het Midden voor een groot gedeelte van de grondstoffen goed voor 25 tot 30% van de wereldvraag. Vanwege de verzwakking van de ontwikkelde economieën is dat aandeel gestegen tot 40% of zelfs meer. Dit verschijnsel, in de hand gewerkt door de versnelling van de groei van de hele opkomende wereld, heeft twee gevolgen: een groter dan verwachte vraag op korte en middellange termijn en een toename van het gevaar op een echte schaarste, op lange termijn, in het aanbod van bepaalde grondstoffen. Rekening houdend met de verdere afname van het aanbod, is deze dynamiek ongetwijfeld een structurele factor voor de belegging in bedrijven die grondstoffen produceren.

- ▶ De grote Amerikaanse banken hebben de weg naar de groei teruggevonden, geholpen door een gunstig renteklimaat

Het thema van de Angelsaksische banken vertegenwoordigt bijna 12% van de portefeuille van Carmignac Investissement. De Amerikaanse banken die hun balans hebben gesaneerd, bevinden zich nu in een buitengewoon benijdenswaardige situatie, aangezien de helling van de rentecurve hen de kans geeft om door middel van hun transformatieactiviteit het grootste gedeelte van de verliezen uit hun nog aan de crisis blootgestelde activiteiten te dekken.

II – Goed presterende obligaties

- ▶ De bedrijfsleningen blijven onze favoriete prestatievector

In een renteomgeving met een Eonia van 0,4% zoeken wij in ons beheer vooral waarden met een sterk rendement. Bedrijfsobligaties van goede emittenten met een gematigde looptijd (minder dan 5 jaar) blijven de beste belegging in de wereld van de obligaties. Als gevolg van de normalisatie van de economie in de jongste maanden zijn de kredietspreads al sterk gekrompen. De huidige valorisatie van de risicopremies valt samen met een economie die op het punt staat de recessie te verlaten, maar houdt nog geen rekening met het vooruitzicht op herstel en kan dus nog verbeteren. In deze context hebben wij de blootstelling van Carmignac Patrimoine aan bedrijfsleningen (die in het kwartaal van 19% naar 29% is gestegen) gestructureerd rond defensieve sectoren (niet-cyclisch verbruik, gezondheidszorg), waarvan wij verwachten dat de kredietspreads zullen krimpen maar die ook een bevredigend rendement opleveren. Deze component is aangevuld met leningen in meer cyclische sectoren (financials, grondstoffen, industrie, cyclisch verbruik) die niet alleen een hoog rendement bieden maar ook een groot potentieel hebben wat betreft de daling van de risicopremies, die zich zal doorzetten naarmate het wereldwijde economische herstel wordt bevestigd.

- ▶ De post staatsleningen van ontwikkelde landen is verminderd

De staatsleningen van ontwikkelde landen zijn verlaagd van 21 naar 15% van de portefeuille van Carmignac Patrimoine. Onze wegging van deze activaklasse blijft beperkt en is uitsluitend op het korte deel van de Europese curve geconcentreerd. De schatkistbiljetten (minder dan 2 jaar) lijken ons nog altijd weinig gevaarlijk, ondanks hun lage rendement. Deze verwachting is vooral gegrond in Europa, waar de activiteit zich in 2010 nog niet zal herstellen, zodat een verstrakking van het monetaire beleid van de ECB in de nabije toekomst onwaarschijnlijk is.

- ▶ Wij profiteren van de terugkeer van de inflatiepremie in de Verenigde Staten

De huidige normalisatiefase heeft de markten aangemoedigd om weer een inflatiepremie in te voeren. Aangezien wij op de inflatie geïndexeerde staatsleningen hebben verkozen boven nominale staatsleningen, profiteren wij van het herstel van het verschil tussen de nominale en de reële rente. Wij verwachten voorlopig geen belangrijke terugkeer op middellange termijn van de inflatie, maar doen ons voordeel met de normalisatie, na een periode waarin de inflatieverwachtingen zeer zwak waren, als gevolg van de aan de crisis gekoppelde angst voor deflatie. Deze post is in Carmignac Patrimoine van 6 naar 9% verhoogd.

► De opkomende landen zijn de sterke schakel van het herstel

De obligatiemarkten van de opkomende landen hebben goed geprofiteerd van de terugkeer van gunstige groeiperspectieven. Twee thema's sturen onze beleggingen: de terugkeer naar de landen die gesteund worden door hun interne groei (Brazilië, China, via de landen die hun voordeel zullen doen met de Chinese vraag, zoals Korea), en de Europese convergentie (Polen). Wij hebben hier vooral posities genomen in schulden in sterke valuta's (dollar en euro). Zo hebben wij ingeschreven op een nieuwe Koreaanse staatslening in dollar op 5 jaar, met een rendement dat 4% boven dat van het Amerikaanse schatkisteffect met dezelfde looptijd ligt. Aan het einde van het kwartaal vertegenwoordigde deze belegging 2,4%. Deze posities zijn aangevuld met een baissepositie op de Braziliaanse rente, door de aankoop van lokale schuld die in 2012 vervalt en een rendement van 11,5% geeft. Deze strategieën voor de opkomende landen vertegenwoordigen momenteel 3,7% van de portefeuille van Carmignac Patrimoine, maar wij zijn van plan de blootstelling te verdubbelen wanneer de markt zich ervoor leent.

Perscontacten

CARMIGNAC GESTION
Julie BENOIT, Head of Communication
Tel.: +33 1 70 92 33 66
jbenoit@carmignac.com

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 22 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.