

Economische vooruitzichten en beleggingsstrategie voor het vierde kwartaal van 2010

I - Economische vooruitzichten

► De Fed geeft blijk van een sterke wil om de strijd aan te binden tegen het gevaar van deflatie

De Verenigde Staten zien zich geconfronteerd met een werkloosheid die zich handhaaft op ongeveer 10% (een percentage dat in onze moderne tijd slechts korte tijd werd bereikt gedurende de recessie van 1980-82); hierdoor kunnen de consumptieve bestedingen zich onvoldoende herstellen. Tegelijkertijd heeft het vertrouwen van de werkgevers uit het MKB, traditioneel de grootste aanbieders van banen, zich sinds de crisis van 2008 niet kunnen herstellen. Door de hieruit voortvloeiende verzwakking van de gezinsinkomens blijft er stagnatie optreden bij de woninghypotheken, waarvan de financiering toch voor 95% afhankelijk is van de overheid. Bij deze deflatoire stemming, die wordt versterkt door de hefboomwerking, daalt de onderliggende inflatie naar een niveau van minder dan 1%. Het mandaat van de Amerikaanse Federal Reserve richt zich evenwel op handhaving van het prijspeil op een niveau dat verenigbaar is met gestage groei. In dit kader lijkt de Fed vastbesloten een tweede, naar verwachting zeer dynamisch, programma van onconventioneel monetair beleid te lanceren, gericht op het opkopen van hypotheek- en overheidsschuld op de markt. Het doel van deze dollarcreatie uit het niets is het bereiken van een lagere koers van de dollar, het stimuleren van de inflatie op importgoederen, alsmede het bevorderen van de export, dit alles ter stimulering van de herwaardering van alle activa; de hierdoor veroorzaakte grotere welvaart moet de Amerikaanse huishoudens aanzetten tot het opvoeren van hun consumptieve bestedingen.

► De daling van de dollar confronteert de rest van de wereld met een "valutaoorlog"

Net als in de Verenigde Staten wordt het wapen van de wisselkoersen ook opnieuw toegepast in Japan, ondersteund door de terugkeer van een nulprocentbeleid en maatregelen ter verruiming van de kredietverlening aan het bedrijfsleven. Deze impliciete Japans-Amerikaanse alliantie is ten dele gericht tegen China, waar de - te langzaam geachte - opwaardering van de yuan wijst op het begin van een volgende "mondiale valutaoorlog"; Korea, Brazilië en Australië zijn hierin al verwickeld, omdat deze landen ongerust zijn over de effecten van de stijging van hun valuta onder invloed van de enorme hoeveelheden liquiditeiten die door de Amerikaanse en Japanse beleggers worden uitgestort. Geconfronteerd met de daling van de dollar staat de rest van de wereld voor de keuze om ofwel de hogere wisselkoers te accepteren – de keuze van Europa – ofwel eveneens het aantal betaalmiddelen in omloop op te voeren en aldus nolens volens de eigen bedrijvigheid en tevens de binnenlandse inflatiedruk te stimuleren.

► De opkomende valuta's gaan over het geheel genomen omhoog

Het beleid van monetaire verkrapping in China, India en Brazilië, bedoeld ter bestrijding van de oververhitting waaraan hun economieën blootstaan, heeft grotendeels zijn doel bereikt; immers, de prijzen in deze drie koplopers van de nieuwe landen zijn tot rust gekomen. Zouden zij een restrictief monetair beleid willen blijven voeren, dan kunnen de centrale banken van de opkomende staten door de daling van de dollar in een lastig parket komen. Daardoor gaan de opkomende valuta's verder omhoog: hun aantrekkingskracht wordt immers ondersteund door het toegenomen kapitaal dat op zoek is naar rendement. Dit is een belangrijke positieve

factor, waardoor de nieuwe landen ertoe worden aangezet hun binnenlandse consumptie op te voeren en het herstel van het mondiale economische evenwicht te bevorderen.

► Zolang het concurrentievermogen van Duitsland niet wordt aangetast, zal de opwaartse druk op de euro waarschijnlijk voortduren

Onder de huidige omstandigheden zal de opwaartse druk op de euro vermoedelijk voortduren, tenzij het concurrentievermogen van Duitsland gevaar loopt of er sprake zou zijn van een, overigens zeer onwaarschijnlijke, omslag bij de Federal Reserve of een radicale wijziging in het beleid van de Europese Centrale Bank. Onze anticipatie op verdere verslechtering van het krediet van de meest kwetsbare landen uit de eurozone is terecht gebleken. Deze werd echter volledig overschaduwed door de publicatie van de gezondheidsbulletins van de Duitse economie, waarin melding werd gemaakt van een versnelde groei (naar verwachting 3,5% voor het derde kwartaal en het hoogste werkgelegenheidscijfer sinds 20 jaar) en door de, intussen ook bevestigde, geruchten over een op handen zijnde grote monetaire injectie ('quantitative easing') in de Verenigde Staten en in Japan. De deflatoire spanningen in Europa komen daarmee op het tweede plan te staan, in een situatie waarin het vooruitzicht van een aanzienlijke verhoging van de wereldwijde liquiditeit beleggers minder veeleisend maakt voor wat betreft de kredietkwaliteit en de perifere landen voor de herfinanciering van hun schulden gemakkelijker toegang krijgen tot de kapitaalmarkt.

► De situatie binnen de eurozone blijft precair

Aangezien de fasen van de conjunctuercyclus in de verschillende landen binnen de eurozone niet gelijk lopen, blijft de eurozone verscheurd door de tegenstelling tussen enerzijds Duitsland, dat ten volle profiteert van het herstel van de wereldhandel, en anderzijds de landen in het zuiden, die een op Amerikaanse leest geschoeide monetaire steun behoeven. In dit verband lijkt de Europese Centrale Bank haar keuze te hebben gemaakt: vóór Duitsland en zijn deugdelijke budgettaire en monetaire beleid. Hierbij volgt de ECB nauwgezet haar mandaat, door zich uitsluitend te richten op de strijd tegen de inflatie. Deze situatie kan leiden tot grotere deflatiedruk in de eurozone en meer problemen voor die exporterende landen die het minst in staat zijn om via een grotere productiviteit de hogere prijzen in euro's te compenseren. Frankrijk, Italië en Spanje, staten die tot nu toe door de markten redelijk gespaard bleven, kunnen terechtkomen in de groep risicovolle landen, die met moedige bezuinigingsmaatregelen trachten het overheidstekort te bestrijden: bezuinigingen en deflatiedruk vormen geen gelukkige combinatie. Portugal en Ierland worden wellicht gedwongen om net als Griekenland een beroep op het IMF doen.

► Het groeiverschil tussen de Verenigde Staten, Europa en de opkomende landen wordt versterkt

Geconfronteerd met deze "valutaoorlog" staat voor ons voorop dat wij ons in onze strategie niet van de wijs laten brengen door de monetaristische impulsen in de Verenigde Staten. Integendeel zelfs. Wij blijven ons richten op de verschillen in groei tussen onze drie belangrijkste beleggingsuniversa: de bedrijvigheid in Europa, die even de positieve invloed ondervond van de 'booming' economie van Duitsland, maar dreigt te bezwijken onder de moordende druk op de wisselkoers; de bedrijvigheid in Amerika, die verzwakt is door de last van een verminderde hefboom maar zich zal herstellen; en tot slot het opkomende universum, dat niet hoeft te worden gestimuleerd en uitsluitend in haar activiteiten beperkt wordt door de grenzen aan de beschikbare capaciteit.

II - Beleggingsstrategie

I – Internationale aandelen

► Onze activa in dollar zijn volledig afgedekt

Nu de markten steeds meer afhankelijk worden van initiatieven vanuit de politiek, die niet altijd gemakkelijk voorspelbaar zijn en in de uitvoering extra onzekerheden opleveren, moet een beleggingsstrategie voor de lange termijn zoals de onze zonder meer gebaseerd zijn op overwegingen van tactische aard. Zolang de Amerikaanse economie geen tastbare tekenen van herstel vertoont, is voortzetting van het beleid van "quantitative easing" derhalve nodig en moeten we de activa van het fonds beschermen tegen een verdere depreciatie van de dollar. Binnen Carmignac Investissement worden de activa in dollars en de daaraan gekoppelde valuta's dan ook volledig afgedekt. Nu de vrees voor een vertraging van de mondiale bedrijvigheid wegebt, gaan wij tevens over tot het voeren van een dynamischer beleggingsbeleid

► Het thema van de groeiende levensstandaard in de opkomende landen komt sterker naar voren

In een situatie die meer dan ooit gedomineerd wordt door de binnenlandse consumptieve vraag van de nieuwe landen is het thema van de groeiende levensstandaard in de opkomende landen in de loop van het kwartaal versterkt, en wel van 30% naar 35,1% van de uitstaande beleggingen van Carmignac Investissement. China profiteerde minder dan de andere opkomende landen van de massale toestroom van kapitaal sinds begin dit jaar. We hebben onze blootstelling met 4% verhoogd door versterking van bestaande lijnen, het aangaan van een positie in de bank ICBC en de aanschaf van futures met een omvang van 4% van de uitstaande beleggingen van Carmignac Investissement. We hebben er ook voor gekozen een positie in te nemen gericht op de verbetering van de vooruitzichten voor Turkije door een lijn te starten in de bank Turkiye Garanti Bankasi.

► We hebben onze posities in natuurlijke hulpbronnen verhoogd

De sector mijnbouw en materialen ging van 6,6% naar 9,7% van de beleggingsportefeuille van Carmignac Investissement. Dit thema laat ons ook toe de portefeuille te indexeren op de vraag van opkomende landen, hetgeen ons ook dekking biedt tegen het inflatierisico. Deze post gaf aanleiding tot aanvullende posities op Antofagasta, Freeport, Xstrata en Hudbay Minerals. De energiesector is, na het debacle van BP in de Golf van Mexico, licht verhoogd van 11,6% naar 14% van de portefeuille. Van de daling van waarden als Anadarko Petroleum en Transocean, twee bedrijven die rechtstreeks betrokken zijn bij de ramp, is gebruik gemaakt om extra aankopen te verrichten. Het laatste nieuws afkomstig van China en de Internationale Organisatie voor Atoomenergie duidt op een hernieuwde vraag en vormt een goed voorteken voor de gehele sector. Bovendien verwachten wij een inhaalslag voor de in de Golf aanwezige actoren.

► De blootstelling aan de goudsector is gehandhaafd

Met 13,6% van de activa van Carmignac Investissement is de weging van de goudmijnen enigszins verlaagd. De positie in Newmont is versterkt ten koste van Kinross, voorafgaande aan de aankondiging door dit bedrijf dat het Red Back Mining gaat overnemen, een van onze voornaamste posities in deze sector. De versnelde daling van de dollar na de aankondiging van een nieuwe fase van onconventioneel monetair beleid is met name gunstig voor goud, dat meer en meer de rol van ultieme vluchthaven vervult voor wie zich wil beschermen tegen het risico van devaluatie van valuta's en overheidspapier.

II – Obligaties als prestatiemotor

► We hebben onze positie in bedrijfsobligaties gehandhaafd

De positie in bedrijfsobligaties van Carmignac Patrimoine is iets versterkt: van 33% naar 35%. De risicopremies zijn over het geheel genomen stabiel gebleven, hetgeen in verband met de ontwikkeling van de staatsschulden tot tevredenheid kan stemmen. Op weg naar 2011 geeft het bedrijfsleven onverwachte winsten en gezondere balansen te zien, maar er blijft sprake van een onzekere omgeving die zich niet erg goed leent voor autonome groei; bedrijven zouden er dan ook toe kunnen worden aangezet een financieel beleid te voeren waarmee zij hun aandeelhouders meer tevreden kunnen stemmen: de terugkoop van aandelen of het uitkeren van buitengewoon dividend. Voor de komende maanden zullen wij de waarden van de emittenten die in belangrijke mate met deze specifieke risico's te maken hebben - in dit stadium erg weinig kandidaten - verkopen en ons vooral blijven richten op die segmenten welke het meeste profijt kunnen trekken uit het versoepelende beleid van de Fed: bedrijfsobligaties in de opkomende landen (bijna 23% van onze weging in bedrijfsobligaties), bedrijfsobligaties in de grondstoffensector en hoogrenderende obligaties.

► De post staatsobligaties is iets toegenomen

De positie in staatsobligaties van Carmignac Patrimoine is gebracht op 8,6% van de activa. In het afgelopen kwartaal bleef de omgeving gunstig voor onze beleggingskeuzes, die vooral gericht zijn op de Amerikaanse en Duitse obligaties met een looptijd van 10 jaar en juist niet op staatsschulden van de perifere Europese landen. Voor de komende maanden blijft de ontwikkeling van de rentetarieven afhankelijk van de volgende vergadering van het Comité voor monetair beleid van de Federal Reserve begin november, waar de Fed naar alle waarschijnlijkheid haar programma van "quantitative easing" zal aankondigen. In Europa heeft de Europese Centrale Bank ervoor gekozen een tegengesteld beleid te voeren: de onconventionele maatregelen van tijdens de crisis zijn geleidelijk afgeschaft. In dit verband anticiperen we op het voortduren van de meerprestatie van Amerikaanse obligaties en blijven we hierin een tactische positie aanhouden. We blijven echter meer dan waakzaam met betrekking tot het risico van een correctie.

► Staatsleningen van opkomende landen vertegenwoordigen 8,25% van de activa van Carmignac Patrimoine

De post staatsleningen van opkomende landen van Carmignac Patrimoine vertegenwoordigt 8,25%, waarvan 7% is belegd in plaatselijke valuta's. De binnenlandse schulden profiteren in feite dubbel van de beleidswijziging van de Fed: tegenover de daling van de dollar staat de waardestijging van de opkomende valuta's. Door deze appreciatie zal naar verwachting de renteverhoging worden uitgesteld en misschien zelfs in het geheel niet plaatsvinden. Dit aspect wordt nog versterkt door de recordstroom aan inschrijvingen van 40 miljard dollar waarvan deze beleggingscategorie in 2010 heeft geprofiteerd: vier maal zo veel als in 2009.

Geredigeerd op 20 oktober 2010