



VOORZICHTIGHEID GEBODEN

Didier Saint-Georges

Lid van het Investeringscomité

Managing director

De markten zijn kennelijk gewend geraakt aan het idee van een stabiele en onverstoorbare omgeving met zwakke doch duurzame economische groei en lage rente. De gemoedsrust van de markten wordt bevorderd door het feit dat ze de schok van het Brexit-referendum van afgelopen juni snel konden verwerken. Dankzij de steun van de centrale banken konden de markten in de afgelopen jaren zelfs een alleszins behoorlijk rendement genereren. In die context lijken beleggers zich vrij weinig zorgen te maken over het feit dat vóór het eind van het jaar eerst de Amerikaanse verkiezingen worden gehouden (8 november), kort daarna gevolgd door het Italiaanse referendum (4 december) en tot slot de bijeenkomst van het monetaire co-

mité van de Fed (14 december). Voor de Amerikaanse centrale bank zal dat de laatste gelegenheid zijn om in 2016 ten minste één keer de rente te verhogen (ervan uitgaande dat een dergelijke maatregel niet op 2 november, een week voor de presidentsverkiezingen, zal worden genomen). Wat ons betreft zijn er aan het begin van dit laatste kwartaal voldoende redenen om de marktrisico's op korte termijn nog scherper in de gaten te houden.

De in 1996 overleden econoom Hyman Minsky verwierf bekendheid door aan te tonen dat lange perioden van stabiliteit, die gepaard gaan met een buitensporige risicobereidheid, uit zichzelf instabiliteit teweeg kunnen brengen. Volgens velen was de grote financiële crisis van 2008 ook zo'n "Minsky-moment". Zonder scheve parallellen met die gebeurtenis te willen trekken, moeten we constateren dat de obligatie- en aandelenmarkten

een aantrekkelijk rendement konden genereren dankzij het ongekende niet-conventionele monetaire beleid dat sinds 2009 wordt gevoerd, terwijl volledig



© www.istockphoto.com

wordt voorbijgegaan aan het feit dat herstel van de economische groei (zie onze Note van september "All you need is growth") en verlaging van de schuldenlast zijn uitgebleven. In deze periode, waarin de markten stegen zonder dat de reële economie zich herstelde, groeide de ontevredenheid en kwamen de zittende regeringen onder druk te staan. Doordat "quantitative easing" de kloof tussen hen die profiteren van stijgende financi-

“

De markten zijn gewend geraakt aan een stabiele omgeving van zwakke groei en lage rente.”

ele markten en de slachtoffers van lage groei vergroot, heeft de vraag hoe de crisis moet worden aangepakt bijgedragen tot een polarisering van het politieke debat. Volgens het Amerikaanse PR-bureau Edelman is het verschil tussen de elite (meest bevoorrechte 15%) en de rest van de bevolking nog nooit zo groot geweest als het gaat om

hun vertrouwen in politieke instellingen: wereldwijd 12 punten. Het verschil is het grootst in de Verenigde Staten (bijna 20 punten), gevolgd door Groot-Brittannië (17 punten) en Frankrijk (15 punten). De roep om afscheiding, protectionisme en zelfs isolatisme is dan ook hoorbaar geworden. Een jaar geleden achtte men het onwaarschijnlijk dat een kandidaat als Donald Trump tot president van de Verenigde Staten zou worden verkozen, terwijl dat inmiddels een reële mogelijkheid is geworden. Een meerderheid van de Britse bevolking koos ervoor de Europese Unie te verlaten en de Europese populistische partijen winnen terrein. Achter de rust op de markten, die doof zijn voor dit soort geluiden, gaat een kwetsbare situatie schuil, zowel in economisch als in politiek opzicht. (zie onze Note van maart "Dans op een vulkaan").

Het vertrouwen waarmee de beleggers de Amerikaanse verkiezingen tegemoet zien is grotendeels gebaseerd op het feit dat Hillary Clinton vooralsnog ruimschoots voorop ligt in de peilingen (alsof ze naar aanleiding van het Brexit-referendum niets geleerd hebben over de betrouwbaarheid van peilingen...). Maar het heeft ook te maken

met blindelings vertrouwen. Donald Trump zou zich in dit stadium alleen maar een houding aanmeten en zich veel redelijker opstellen als hij eenmaal gekozen is. En mocht hij toch onredelijk worden, dan kan hij altijd nog worden tegengehouden door het Congres. Als deze manier van redeneren terrein wint, neemt de kans dat Donald Trump de ver-

kiezingen wint toe dankzij een dalende risicoperceptie. Bovendien klopt de redenering niet. Een Amerikaanse organisatie die zich inzet voor het terugdringen van het begrotingstekort (CRFB, Committee for a Responsible Fed-

eral Budget) heeft berekend dat de staatsschuld in tien jaar tijd met 5.300 miljard zal toenemen als het programma van Donald Trump wordt uitgevoerd. Dus ook als zelfs maar een fractie van zijn economisch programma wordt uitgevoerd, zal de impact op de Amerikaanse overheidsfinanciën zeer negatief zijn. Daarnaast moeten we niet vergeten dat de Amerikaanse instellingen de president alle ruimte bieden om internationale handelsakkoorden ter discussie te stellen om "de Amerikaanse belangen te verdedigen als deze door oneerlijke concurrentie worden bedreigd". Het opwerpen van tariefbelemmeringen en het ter discussie stellen van belangrijke handelsakkoorden zoals de NAFTA zou perfect passen binnen de bevoegdheden van de president en een zware klap voor de wereldhandel betekenen. Verder is Peterson Institute, een onafhankelijk bureau dat het economische beleid analyseert, van mening dat het programma van Donald Trump neerkomt op het ontketenen van een han-

delsoorlog die de Amerikaanse economie mogelijk zeer veel schade zou kunnen toebrengen. Tot slot wijzen we erop dat het programma van Hillary Clinton onder druk van haar linkse aanhang ook een antwoord wil bieden op de ontevredenheid onder de bevolking. Net als dat van Trump voorziet haar programma met name in een forse stijging van het minimum uurloon, waardoor de marges van Amerikaanse bedrijven nog verder onder druk komen te staan. Met andere woorden: de Amerikaanse verkiezingen leiden ondanks de geruststellende voorspellingen van dit moment tot een ongunstig asymmetrisch risico. In het meest gunstige geval wordt de democratische kandidaat gekozen en komt er een impopulaire president aan de macht die vooral is gekozen uit onvrede over haar republikeinse concurrent. Een president die bij gebrek aan een meerderheid in het Congres niet in staat is haar fiscale stimuleringsmaatregelen uit te voeren (zie "All You Need is Growth"). Een soort status quo dus, met waarschijnlijk meer regelgeving. In het ergste geval leiden de Amerikaanse verkiezingen tot een grote sprong in het duister die een onmiddellijke bedreiging voor de wereldhandel en de Amerikaanse overheidsbegroting vormt en zelfs geopolitieke spanningen kan veroorzaken.

In Italië vormt het grondwettelijk referendum (opgelegd aan Matteo Renzi omdat hij een te kleine meerderheid in het parlement had behaald) op zijn beurt ook een asymmetrisch risico. Bij een gunstige uitslag kan Matteo Renzi zijn hervormingen voortzetten omdat de Senaat dan niet meer over zijn blokkeringsrecht beschikt. Maar een dergelijk succes verschaft geen wondermiddel voor de zwakke Italiaanse economie (in het tweede

“
*Zowel aandelen
als obligaties
zijn kwetsbaar
geworden voor
externe schokken.*

”

kwartaal lag de groei nog steeds op 0%), die zwaar te lijden heeft van een lage productiviteit, een buitensporig hoge schuld en een kwetsbaar bankstelsel. Een negatieve uitslag zou daarentegen neerkomen op een motie van wantrouwen aan het adres van Matteo Renzi. Een dergelijke uitslag zou niet alleen de dynamiek van de hervormingen een halt toeroepen, maar ook het einde kunnen betekenen van de politieke loopbaan van een van de meest pro-Europese politieke leiders in Europa en ertoe leiden dat Italië weer in een politiek onzekere situatie terechtkomt. Tot slot krijgt Janet Yellen op 14 december voor het laatst de gelegenheid om de beleidsrente te verhogen nu de werkgelegenheids- en inflatiecijfers in de Verenigde Staten zijn verbeterd. Als de markten op dat moment al zwaar onder druk staan, bijvoorbeeld als gevolg van een verrassende uitslag van de pre-

sidentsverkiezingen, zal de Fed waarschijnlijk geen olie op het vuur gooien. Maar als zich geen uitzonderlijke omstandigheden voordoen, zal de Fed moeilijk de verleiding kunnen weerstaan om de rente met 0,25% te verhogen. Zou dat een positieve impact op de economie en de markten hebben? Dat is maar de vraag. Ook daar hebben we weer te maken met een asymmetrisch risico.

Waarschijnlijk zullen de markten genoeg blijven nemen met zwakke, door liquiditeiten overstromde economieën. Daarnaast zouden de voorspellende indicatoren van de wereld-economie het herstel dat ze in het voorjaar van 2016 hebben ingezet nog enkele maanden kunnen voortzetten (hoewel onze eigen analyses daar niet op wijzen). Maar in kwetsbare situaties maant het risicobeheer ons tot waakzaamheid (zie onze Note van juli "Wat houdt risicobeheer

in?"). Door de aanhoudende en uitzonderlijke steun van de centrale banken van de afgelopen jaren zijn de obligatie- en aandelenmarkten gestegen tot een - in de zin van Minsky - instabiel niveau. Beide activaklassen zijn kwetsbaar geworden voor externe schokken, zoals al bleek uit de "mini-Minsky-momenten" in 2013, in de zomer van 2015 en begin 2016. En voor het eind van het jaar zouden zich nog eens drie schokken kunnen voordoen, terwijl onze macro-economische vooruitzichten erop wijzen dat de markten mogelijk teleurgesteld zullen reageren op de wereldwijde economische groei. Het is dus zaak om ons weer voorzichtiger te positioneren op de korte termijn, zowel wat betreft aandelen als obligaties, om deze kwetsbaarheid naar behoren in te calculeren.

Voltooid op 03/10/2016

Beleggingsstrategie

Valuta's



Wat de valuta's betreft was september een vlakke maand, met als uitschieter de Mexicaanse peso, waarvan de koers sterk beïnvloed werd door de peilingen betreffende de Amerikaanse presidentsverkiezingen. De Mexicaanse munt is namelijk voor beleggers het belangrijkste instrument geworden om hun posities af te dekken tegen de gevolgen van een overwinning van Donald Trump. Ook wijzen we op de sinds afgelopen zomer voortdurend stijgende yen, een ontwikkeling die aantoont dat centrale banken steeds minder goed in staat zijn om met behulp van kwantitatieve versoepeling hun valuta te verzwakken. Om die reden handhaven wij in onze valutastrategie een overwogen positie in de euro, gecompenseerd door een positie in de Amerikaanse dollar en een geringe positie in de Japanse yen.

Obligaties

| | 750 | 26.26 | 12:17:07 |
|------|------|-------|----------|
| | 900 | 31.84 | 12:18:08 |
| | 1054 | 57.51 | 12:18:14 |
| ler | 1618 | 16.49 | 12:18:06 |
| | 692 | 18.84 | 12:17:55 |
| nk | 553 | 54.00 | 12:17:32 |
| bank | | 7.14 | 12:17:28 |

De rente is in september opvallend stabiel gebleven. Zelfs toen de rating van staatsobligaties van Turkije in de loop van de maand werd verlaagd, steeg de Turkse lange rente niet. Alleen de rendementspremies van een aantal Europese bankobligaties gingen omhoog, zonder dat er sprake was van besmetting. Onze

obligatieposities zijn dan ook vrijwel ongewijzigd gebleven. Onze rendementbronnen bestaan nog steeds uit staatsobligaties van opkomende landen en bedrijfsobligaties uit de Europese bankensector. De andere lange posities hebben we teruggebracht. Omdat we het risico dat de rente door een stijging van de inflatie omhoog gaat reëel achten, hebben we onze zeer voorzichtige blootstelling aan de Amerikaanse rente over het algemeen gehandhaafd.

Aandelen



De aandelenmarkten zijn over het algemeen stabiel gebleven in september en konden de in juli ingezette stijging vasthouden. De opkomende markten, met name de Chinese, presteerden opnieuw het best. Om de sinds eind juni gerealiseerde stijging gedeeltelijk veilig te stellen hebben we onze aandelenblootstelling in de loop van de maand enigszins verlaagd. Onze thematische allocatie is daarentegen in grote lijnen gelijk gebleven. We blijven de voorkeur geven aan groeibedrijven met duidelijke vooruitzichten. Over een aantal van deze bedrijven, zoals onze technologische waarden, is de consensus inmiddels positief. Sommige worden echter nog steeds gemeden, zoals onze farmaceutische waarden, die daardoor weer aantrekkelijk gewaardeerd zijn. Er zijn de afgelopen maand weinig wijzigingen aangebracht. Wel hebben we onze positie in Monsanto van de hand gedaan op een moment dat de fusie met Bayer in een langdurige onderhandelingsfase met de regelgevende autoriteiten terecht is gekomen.

Grondstoffen



Carmignac Portfolio Commodities sloot september af met een positief rendement doordat de energiewaarden stegen toen de OPEC-landen het aan het eind van de maand eens werden over een productiebeperking. Hoewel dit akkoord erop duidt dat Saoedi-Arabië bereid is de productie van het kartel binnen de perken te houden, is de overeenkomst erg vaag over de concrete verplichtingen die eruit voortvloeien. Het akkoord heeft geresulteerd in een verbetering van het sentiment van beleggers ten aanzien van de oliesector, al moeten we wel erg selectief te werk blijven gaan. We hebben de afgelopen maand dan ook verschillende wijzigingen doorgevoerd. Zo hebben we onze Noord-Amerikaanse posities in Gulfport, Albermale en Bankers Petroleum van de hand gedaan.

Dakfondsen



Onze dakfondsen hebben in september een stabiel resultaat neergezet. Dankzij onze evenwichtige en gediversifieerde positionering konden we echter een gelijkmatiger rendement genereren dan onze referentie-indicatoren. Omgaan met de nervositeit van de markten blijft namelijk een centrale plaats innemen bij de opbouw van onze portefeuille.

Dit document mag geheel noch gedeeltelijk worden gereproduceerd, verspreid of doorgegeven zonder voorafgaande toestemming van de beheermaatschappij. Het is noch een inschrijvingsaanbod, noch een beleggingsadvies. De informatie in dit document is mogelijk niet volledig en kan zonder voorafgaande kennisgeving worden gewijzigd. De in dit document vermelde fondsresultaten zijn die van deelnemingsrecht A EUR acc. In het verleden behaalde resultaten zijn geen indicatie voor toekomstige resultaten. Het onderzoek over het/de hier beschreven financiële instrument(en) is niet uitgevoerd in overeenstemming met de reglementaire bepalingen ter bevordering van onafhankelijk financieel onderzoek. De Beheermaatschappij is niet onderworpen aan het verbod op het uitvoeren van transacties met de betreffende instrumenten voorafgaand aan de verspreidingsdatum van de kennisgeving. Deze analyse dient ter illustratie om bepaalde waarden die deel uitmaken of deel hebben uitgemaakt van de portefeuilles van de Carmignac-fondsen te belichten en heeft niet tot doel beleggingen in deze instrumenten te bevorderen. De portefeuilles van de Carmignac-fondsen kunnen op ieder moment worden gewijzigd. De toegang tot de fondsen kan beperkt zijn voor bepaalde personen of in bepaalde landen. Zij mogen met name direct noch indirect aangeboden of verkocht worden ten gunste of voor rekening van een 'U.S. person', zoals gedefinieerd in de Amerikaanse 'Regulation S' en/of de FATCA. De fondsen houden een risico op kapitaalverlies in. De risico's en kosten staan beschreven in de EBI-documenten (essentiële beleggersinformatie). De prospectussen, de EBI-documenten en de jaarverslagen van de fondsen zijn te vinden op de website www.carmignac.nl of kunnen worden aangevraagd bij de beheermaatschappij. De belegger dient over de EBI-documenten te beschikken voordat hij op de fondsen inschrijft.

Carmignac Gestion, 24 place Vendôme - 75001 Paris. Tel: (+33) 01 42 86 53 35 - Fax: (+33) 01 42 86 52 10. Portefeuillebeheermaatschappij, (AMF toelating n° GP 97-08 van 13/03/1997) Naamloze Vennootschap met een kapitaal van 15 000 000 € - Parijs Handelsregister B 349 501 676. • **Carmignac Gestion Luxembourg**, City Link, 7 rue de la Chapelle - L-1325 Luxembourg. Tel: (+352) 46 70 60 1 - Fax: (+352) 46 70 60 30. Filiaal van Carmignac Gestion, Portefeuillebeheermaatschappij van de ICBE (CSSF toelating van 10/06/2013), Naamloze Vennootschap met een kapitaal van 23 000 000 Euro - Luxemburg Handelsregister B67549.