



All you need is growth

September 2016



Auteur(s)
Didier Saint-Georges

Lengte
6 minuten leestijd

*Enkel voor professionele beleggers...
_Dit document is niet bestemd voor Belgische privé-beleggers.*

Het echec van de centrale banken doet de vraag rijzen of er geen fiscale stimuleringsmaatregelen moeten worden genomen

Ondanks jaren van kwantitatieve versoepeling en ongekend lage rentetarieven heeft het monetair beleid niet kunnen voorkomen dat de economische groei de afgelopen acht jaar vrijwel overal op een teleurstellend niveau is blijven steken.

Dit echec heeft drie gevolgen. Het eerste is het meest gunstige: wat een uitzonderlijke, tijdelijke maatregel als reactie op de grote financiële crisis had moeten zijn, begint nu een permanent beleid te worden. De centrale banken worden gedwongen een uiterst soepel monetair beleid te handhaven. De markten vinden dat prachtig, maar het probleem voor de reële economie is dat een dergelijk beleid steeds meer stuit op de wet van afnemend rendement: de impact ervan slijt af naarmate de rente afzakt tot een extreem laag niveau.

Het tweede gevolg is een toename van het economische risico: zelfs in het geval van een permanent lage rente kunnen de landen hun verstoord financieel evenwicht niet terugdringen vanwege het gebrek aan nominale groei. Daarnaast is het economische model van de banksector op zijn kop gezet. In een context van te weinig groei vormt het probleem van de houdbaarheid van de schuldenlast en de zwakke banksector op termijn een belangrijk risico voor de financiële stabiliteit in de wereld. Dit risico wordt nog vergroot nu de geloofwaardigheid van de centrale banken, die een vlucht naar voren hebben ingezet waar ze weinig controle over hebben, onder druk is komen te staan.

Dit brengt ons bij het derde gevolg van het echec van de centrale banken: de druk op de regeringen om de situatie weer onder controle te krijgen via budgettaire en fiscale beleidsmaatregelen neemt toe. Door de vele verkiezingen die in het verschiet liggen, is economische groei weer een belangrijke politieke kwestie geworden. Onder druk van een bevolking die de afgelopen acht jaar is genegeerd, klinkt in alle gelederen de roep om een herstel van de economische groei.

Voor zowel de aandelen- als de obligatiemarkten zou dat een structurele verandering van doorslaggevend belang zijn, na acht jaar van eenzijdig beleid dat vooral bepaald werd door de invloed van de centrale banken op de prijzen van financiële activa. In het kader van hun risicobeleid dienen beleggers deze vooralsnog hypothetische overgang dan ook nader te onderzoeken.

INTEREST RATES ARE AT HISTORIC LOWS



Omslag in het begrotingsbeleid?

Sinds begin dit jaar is de Amerikaanse groei vooral gebaseerd op de consumptenuitgaven. Zoals we hadden verwacht (zie Carmignac's Note van april 2016 "Dans op een vulkaan") zijn de investeringsuitgaven in de private sector verder gedaald als gevolg van lagere marges van de bedrijven en het enorme overschot aan productiecapaciteit. Aangezien gelijke oorzaken altijd gelijke gevolgen hebben, is er op dit moment geen aanleiding om te anticiperen op een herstel van de investeringen op korte termijn. De consumptie zou daarentegen onder druk kunnen komen te staan, niet alleen omdat de huizen en de particuliere uitgaven omhoog gaan, maar ook door een afname van het consumentenvertrouwen, waardoor de spaarquote zou kunnen stijgen. De Amerikaanse groei blijft daarom gering voor een cyclische vertraging in een context waarin de potentiële groei op middellange termijn gezakt is tot nauwelijks 1%. Daarnaast liggen de overheidsuitgaven in de bouwsector (als percentage van het bpi) in de aanloop naar de verkiezingen op een historisch dieptepunt (sinds ten minste 40 jaar!). Het is dan ook niet verbaazend dat Hillary Clinton een economisch programma presenteerde met 270 miljard dollar aan geplande overheidsinvesteringen over vijf jaar om de lage investeringen in de private sector te compenseren, en dat Barack Obama wilde om "de noodzaak om de infrastructuur van het land helemaal opnieuw uit te denken". Hoewel de opmerking van Donald Trump "de belangrijkste historische beslissing" was om het land vrij oppervlakkig overkomt, maken beide kandidaten steeds mooiere verkiezingsbeloften die lijken op de Amerikaanse situatie.



Begin augustus maakte Japan een nieuw programma van fiscale stimuleringsmaatregelen ter hoogte van 275 miljard dollar bekend (28.000 miljard yen). Hoewel de aangekondigde cijfers met terughoudendheid moeten worden bekeken, is hier toch sprake van een spectaculaire omslag in de prioriteitsstelling als we ons bedenken dat in 2014 nog het funeste besluit werd genomen om de consumptiebelasting met 8% te verhogen, waarna de Japanse economie snel inzakte.

In het Verenigd Koninkrijk zal de nieuwe minister van Financiën Philip Hammond waarschijnlijk op korte termijn een overheidsinvesteringsprogramma aankondigen om het negatieve effect van de Brexit op de economie te compenseren. In de eurozone blijft de speelruimte van de diverse landen sterk uiteenlopen. Aan de ene kant maakte Duitsland onlangs voor het eerste halfjaar een begrotingsoverschot van 18,5 miljard euro bekend (oftewel 1,2% van het bbbp), en aan de andere kant kampt de rest van de zone met zeer hoge tekorten. Maar doordat de Britse keuze voor een Brexit de economische groei bedreigt, zou de Europese Commissie zich nog toleranter kunnen gaan opstellen tegenover landen die niet voldoen aan de begrotingseisen van het stabiliteitspact. In Duitsland heeft de regering Merkel altijd hardnekkig geweigerd de belastingbetaler wat meer te laten profiteren van de resultaten van haar efficiënte beleid. Maar door de vertraging die de economie van het land inmiddels nu kunnen ophopen en de aanbevelingen van instanties als het IMF, zou de regering daar overheen kunnen stappen en besluiten de belastingen te verlagen of de overheidsuitgaven te verhogen, temeer daar er volgend jaar verkiezingen worden gehouden.



Quid de telles perspectives pour les marchés ?

Deze overstap van monetaire naar fiscale ondersteuning is nog lang niet gerealiseerd. In de Verenigde Staten zal het lang duren voordat de aandelenmarkten worden waargemaakt, zeker als de Republikeinen bij de verkiezingen voor het Congres, ook in november van dit jaar, de overheid behouden. Als er nu nog open overheid worden willen nemen van hun orthodoxe financiële beleid moeten ze meer politieke wil laten zien dan we tot nu toe hebben gezien. Deze scepticisme kan de aandelenmarkt onbetrouwbaar op de obligatiemarkten: het rendement op Amerikaanse staatsobligaties met een looptijd van dertig jaar bleef aan het eind van de zomer vlakbij het historisch laagterecord hangen. De outperformance op de aandelenmarkt van de industriële en cyclische sectoren na het dieptepunt van januari/februari ziet er hoopvoller uit. Als de economische ontwikkeling tegenvalt zouden de obligatiemarkten dus goed stand kunnen houden, maar gezien het niveau waarop ze zich momenteel bevinden is hun groeipotentieel zeer beperkt. Op de aandelenmarkten zouden de cyclische waarden echter worden afgestraft ten gunste van de meer defensieve waarden. Maar als er overtuigende fiscale stimuleringsmaatregelen komen, zouden die de aandelenmarkten de ondersteuning kunnen bieden die ze momenteel nodig hebben, hoewel de cyclische waarden al volop geprofitteerd hebben van deze verwachting. De obligatiemarkt zal echter bijzonder kwetsbaar zijn. Deze kwetsbaarheid zou nog groter kunnen worden aangezien de druk van de Amerikaanse inflatie zich zal ophogen tussen nu en het eind van het jaar, op een moment dat de deflatoire schok als gevolg van de in 2015 ingestorte oliepijzen ten einde loopt.

In dit stadium is er op de obligatiemarkten dus een ongunstige situatie van asymmetrische risico's ontstaan. Maar dankzij de handhaving van een zeer verruimend monetair beleid en de mogelijkheid om economische ondersteuningsprogramma's in te voeren, blijven de vooruitzichten voor de aandelen- en obligatiemarkten gunstiger. Om die reden houden wij onze blootstelling nog enige tijd aan. Maar we blijven er rekening mee houden dat de waardering van deze activaklassen zou kunnen worden aangetast als de rente onder druk komt te staan. Als gevolg van deze diagnose moeten we de komende maanden dubbel zo waakzaam zijn wat betreft de ontwikkeling van het koppel monetair beleid/fiscaal beleid.

HISTORISCH LAGE RENTE



The Long and Winding Road

Will never Disappear...

The Beatles

Bron : Bloomberg, 09/2016

Beleggingsstrategie

Valuta's

In de zomer werd een pauze ingelast op het valutafront. De dollar en de yen bleven vrijwel gelijk tegenover de euro, terwijl de Britse munt heel langzaam verder is gedaald. Een opvallend feit in augustus was de ontwikkeling van de Chinese munt, die opnieuw is gaan dalen.

Onze valutastrategie heeft dus flink kunnen profiteren van deze situatie, dankzij onze short-posities op de renminbi en onze afdekking van het valutarisico op het pond sterling. Verder hebben we onze evenwichtige positionering in de euro en de Amerikaanse dollar gehandhaafd, evenals een geringe blootstelling aan de yen.

Obligaties

De creditspreads zijn in de loop van de zomer verder verkrappt, wat gunstig was voor onze bedrijfsobligaties. We namen eind augustus de gelegenheid te baat om gedeeltelijk winst te nemen. Het rendement van staatsobligaties is na de rally van juni daarentegen over het algemeen stabiel gebleven.

In deze context was, bij gebrek aan andere rendementsbronnen, onze verhoogde allocatie aan staatsobligaties van opkomende landen winstgevend. Aangezien we verwachten dat de inflatie in de Verenigde Staten geleidelijk verder zal stijgen, hebben we ons via short-posities op Amerikaanse staatsobligaties gepositioneerd om dit risico te beheeren. Wij hebben dan ook een gematigde modified duration.

Aandelen

Na een scherp herstel in juli zijn de aandelenmarkten in augustus in een meer gematigd tempo gestegen. Tegen een achtergrond van een zich stabiliserende Chinese economie en stijgende grondstoffenprijzen presteerden de opkomende markten het best. Naar aanleiding van de na het Brexit-referendum gunstige liquiditeit (negatieve reële rente en terugkeer naar een beleid van kwantitatieve versoepeling in het Verenigd Koninkrijk) hebben we onze aandelenblootstelling meteen vanaf juni aanzienlijk verhoogd om volop te profiteren van dit herstel. Ook onze blootstelling aan de opkomende landen hebben we in augustus verhoogd.

Tot slot hebben we onze effectenselectie actief beheerd door winst te nemen op technologische waarden als LinkedIn en Liberty Global, en door nieuwe bedrijven met een reëel stijgingspotentieel, zoals Charter Communications, toe te voegen. Om te kunnen profiteren van een stijging van de investeringsuitgaven voor infrastructuur hebben we tot slot posities opgebouwd in een aantal cementbedrijven, zoals Cemex en Lafarge-Holcim. Zo blijft het van cruciaal belang om selectief te werk te gaan in een context van aanhoudend slappe en onzekere wereldwijde groei.

Grondstoffen

Na een fraaie stijging in juli bleef de rentabiliteit van Carmignac Portfolio Commodities in augustus stabiel. Door diverse bedrijven te verkopen, waaronder Gran Tierra, Hunting en Bankers Petroleum, hebben we onze effectenselectie in de oliesector aangescherpt.

Onze portefeuillesamenstelling blijft gebaseerd op waarden die tijdens de hele economische cyclus een aantrekkelijke cashflow genereren en dus relatief ongevoelig zijn voor kortetermijntrends op de markten.

Dakfondsen

Onze dakfondsen hebben volop geprofiteerd van hun hogere blootstellingsgraad. Ze lieten in juli een fraaie stijging optekenen en bleven vervolgens in augustus op vrijwel hetzelfde niveau staan. Zowel wat betreft onze geografische als onze valuta-allocatie handhaven we een evenwichtige positionering om de gegenereerde volatiliteit onder controle te blijven houden.

Belangrijke juridische informatie

Dit document is gepubliceerd door Carmignac Gestion S.A., een door de Franse toezichthouder Autorité des Marchés Financiers (AMF) erkende vermogensbeheerder, en zijn Luxemburgse dochteronderneming, Carmignac Gestion Luxembourg, S.A., een door de Luxemburgse toezichthouder Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) krachtens artikel 15 van de Luxemburgse wet van 17 december 2010 erkende beheermaatschappij van beleggingsfondsen. "Carmignac" is een gedeponeerd merk. "Investing in your Interest" is een aan het merk Carmignac verbonden slogan. Dit document vormt geen advies met het oog op een belegging in of arbitrage van effecten of enig ander beheer- of beleggingsproduct of enige andere beheer- of beleggingsdienst. De in dit document opgenomen informatie en meningen houden geen rekening met de specifieke individuele omstandigheden van de belegger en mogen in geen geval worden beschouwd als juridisch, fiscaal of beleggingsadvies. De informatie in dit document kan onvolledig zijn en kan ook zonder voorafgaande kennisgeving worden gewijzigd. Dit document mag noch geheel noch gedeeltelijk worden gereproduceerd zonder voorafgaande toestemming.