



Langetermijnbeleggers doen er goed aan het populisme te wantrouwen

April 2017



Auteur(s)
Didier Saint-Georges

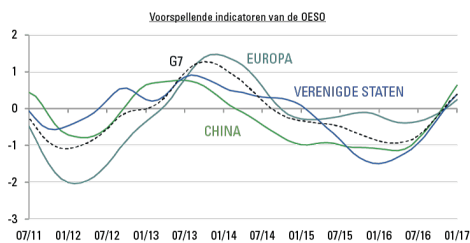
Lengte
6 minuten leestijd

Enkel voor professionele beleggers.

Dit document is niet bestemd voor Belgische privé-beleggers.

Sinds de overwinning van het Brexit-kamp 24 juni jl. is de Britse aandelenmarkt met 20% gestegen. Sinds de verkiezing van Donald Trump tot president van de Verenigde Staten is de Amerikaanse aandelenindex S&P 500 met 9% gestegen. Kan hieruit worden geconcludeerd dat we, uitgaande van het financiële belang van de spaarders en afgezien van de maatschappelijke of zelfs morele bezwaren die er aan de populistische beleidsvoornemens kunnen kleven, ons zouden moeten verheugen op de opmars van het populisme? Wij menen van niet.

SYNCHRONISATIE VAN DE ECONOMISCHE CYCLUS



Bron: Carmignac, OCDE, 31/01/2017

Wij zijn ervan overtuigd dat de huidige, benijdenswaardige trend op de Britse en Amerikaanse beurzen minder te danken is aan de economische voordelen van de gemaakte keuzes, dan aan het positieve effect van de wereldwijd herstellende conjunctuur. (De aandelenindex van de opkomende markten is sinds een jaar met 16% gestegen, de Euro Stoxx met 18% en de Nikkei met 17%). Die trend laat ook zien dat de kortetermijn-euforie rond de verkiezingsbeloftes meer impact heeft dan een analyse van de gevolgen van het geïmplementeerde beleid op middellange termijn.

Zoals in de vorige eeuw, eerst in Europa en vervolgens in Latijns-Amerika, beroept het populisme zich rechtstreeks op het "volk", waarbij een charismatisch leider en zijn volgelingen samen een exclusief "wij" vormen dat zich verzet tegen alle anderen ("zij"), de vijanden: beurtelings zijn dat de media, instellingen, immigranten, China, Brussel, rechters, de oppositie, banken, rijken, vreemdelingen enz. De felle, strijdlustige tweets aan hun aanhangers zijn voor populistische leiders logischerwijs het communicatiemiddel bij uitstek geworden. Het referendum heeft logischerwijs als democratisch instrument zijn voorkeur. Maar het overheersende thema is het "wij" tegen "zij", waaraan het populisme zijn strijdlustigheid te danken heeft. Dit is een goede illustratie van de "minderheidsregel", volgens welke een minderheidsgroep door zijn vastberadenheid in staat kan blijken een van oudsher dominante maar inactieve meerderheid zwaar onder druk te zetten.

Dat de "traditionele" politieke leiders nu onder druk staan, is in de eerste plaats te wijten aan het feit dat ze geen antwoord hebben kunnen vinden op de ontevredenheid van de bevolking en het heersende gevoel van onrechtvaardigheid. Het populisme dankt zijn bestaan dus aan een economische realiteit die absoluut niet genegeerd mag worden. De geboden oplossingen zijn echter slecht omdat populistisch nationaalisme voorstellen als een efficiënt middel in een wederzijds afhankelijke wereld, door bescherming boven vrijheid te stellen, behoudzucht boven innovatie en door zich af te wenden van succesfactoren op lange termijn, zoals samenwerking, diversiteit en het tegengaan van clanvorming.

Na 2016 zal Europa ook dit jaar het toneel zijn van doorslaggevende verkiezingen. De politieke keuzes zullen gevolgen hebben voor spaarders.

De keuze voor een Brexit komt voort uit politieke overwegingen en zal voor Groot-Brittannië aanzienlijke economische kosten met zich meebrengen.

"Brexit means Brexit"

Zonder minzaam te willen doen over de democratische keuze van het Britse volk, is het belangrijk duidelijk te zijn over wat de Brexit inhoudt. Dit democratisch besluit komt namelijk voort uit politieke overwegingen en zal voor Groot-Brittannië aanzienlijke economische kosten met zich meebrengen. Hoewel we moeten hopen dat de Europese onderhandelaars hun gunstige positie qua machtsverhouding niet misbruiken om de Britten een hoge rekening te presenteren voor de Brexit, zullen de onderhandelingen die 28 maart jl. zijn begonnen een forse wissel trekken op het Verenigd Koninkrijk. De Europese Commissie heeft vóór het begin van de gesprekken een rekening van ca. 60 miljard euro aan de Britse regering gepresenteerd. Ook de toegang tot de markten van de grootste handelspartner van het VK zal onvermijdelijk verslechteren: het offer op het altaar van de beloofde hernieuwde soevereiniteit ("Take Back Control").

Het is moeilijk voor te stellen dat men niet inziet dat elk handelsakkoord gebaseerd is op wederzijdse toezeggingen en dat Groot-Brittannië in plaats van rechtstreekse toegang tot de Europese markt in het kader van een geharmoniseerd reglementair kader nu een veelheid van even dwingende akkoorden moet afsluiten, die een voor een onderhandeld moeten worden. De daling van het Britse pond met 16% sinds juni 2016 is een voorbode van de dreigende kapitaalvernietiging die de Brexit op termijn voor Groot-Brittannië kan betekenen. Wat de Britse spaarder de afgelopen negen maanden op de aandelenmarkten heeft verdiend, is door de waardedaling van de munt voor 80% verdampt. Deze daling is ook een voorbode van stijgende kosten voor levensonderhoud van de Britse bevolking (de inflatie is inmiddels gestegen van 0,5% in juni 2016 tot 2,3% in februari van dit jaar) en van een banenvlucht om de handelsbarrières te ontwijken.

Donald Trump: Veel getwitter, weinig wol?

Het herwonnen vertrouwen van de consumenten en van het Amerikaanse MKB na de verkiezing van Trump, is spectaculair. Het psychologisch effect van de beloofde belastingverlagingen, versoepeling van beperkende regelgeving, beschermende tarieven en overheidsinvesteringen is groot, en deze zouden zichzelf deels waar kunnen maken. Deze inzet vormt een verklaring voor de sterke performance van de Amerikaanse financiële sector sinds zes maanden (+24%, en +9% voor de S&P500). Die weddenschap is echter nog lang niet gewonnen. Tot op heden is er alleen in de industriële sector sprake van een opleving in de reële economie en die is grotendeels toe te schrijven aan de conjuncturele fase waarin de economie zich bevindt. Er is geen sprake van een merkbare "vertrouwensrevolutie" in de vorm van een duidelijke toename van de consumptie, omdat het stijgingspotentieel automatisch wordt afgeremd door het hoge schuldenniveau van de huishoudens (en de private sector in het algemeen). De markten beginnen overigens een nieuw signaal af te geven, namelijk dat er beperkingen zijn verbonden aan de beloften van een populistische campagne. De dollar is sinds begin dit jaar verzwakt en de technologiesector is de best presterende sector van de S&P500-index.

Verder zijn de aandelenmarkten van de opkomende landen sinds begin dit jaar met 12% gestegen, waaruit blijkt dat ze zich goed wenen tegen de spierballentaal van Donald Trump. Ook het feit dat Trumps plannen voor de beloofde afschaffing van Obamacare onlangs zijn mislukt, ondanks de Republikeinse meerderheid in het Congres, laat zien dat de werkelijkheid weerbarstig is: het sluiten van compromissen in een zeer verdeeld politiek landschap zal moeilijk zijn. Populistische beloften kunnen iemand aan de macht brengen, maar stuiten op de representatieve democratie van een sterk verdeelde samenleving. Donald Trump zal zijn tweede kans dus wel moeten grijpen om geloofwaardig te blijven: het doorvoeren van zijn omvangrijke belastinghervormingen. De economische belangen die op het spel staan zijn groter dan die van de ziektekostenverzekering en de moeilijkheden om dit tot een goed einde te brengen, zijn minstens even groot.

Het is verleidelijk voor het Witte Huis om deze hervorming te combineren met het verhogen van de overheidsinvesteringen, om zo enige steun te krijgen van de Democraten in het Congres. Maar deze evenwichtsoefening is bij voorbaat riskant en complex. Nu de gewenste belastinghervorming het moet stellen zonder besparingen op de gezondheidszorg en de plannen voor een "Border Adjustment Tax" nu al onder vuur liggen, zal eerst moeten blijken hoe deze hervorming gefinancierd moet worden. Vervolgens dient zich opnieuw de vraag aan hoe er een consensus kan worden gevormd over de gevolgen van buitensporige campagnebeloften. De performance van de Amerikaanse aandelenmarkten op lange termijn is voor een groot deel te danken aan de kwaliteit van de grote, op groei gerichte bedrijven en een klimaat dat al heel lang innovatie stimuleert. Deze twee pluspunten hebben niets te winnen met protectionistische maatregelen en scheefgroeiende overheidsfinanciën.

Het is moeilijk voor te stellen dat men niet inziet dat geen enkel Europees land sterker wordt van een isolement.



De stijgende ontevredenheid in de westerse democratieën is een teken dat de economische globalisering absoluut in goede banen moet worden geleid. Maar in zijn kritiek op de vrijhandel is het populisme het spoor bijster. Het beschouwt de wereldwijde groei en de handelsstromen tussen landen als een spel met een nulsum, en dankt er beter vanaf te komen door anderen onder druk te zetten. De Verenigde Staten kunnen wel beweren dat ze andere landen tijdijk hun wil kunnen opleggen, maar in het geval van China zal dat erg gauw ijdele hoop blijken. Maar waarom ziet men niet in dat geen enkel Europees land sterker wordt van een isolatie? Ten eerste heeft Frankrijk buitenlandse partners nodig om haar exportproducten af te zetten en het handelstekort te financieren. Het zou heel ironisch zijn als het populisme de overhand zou krijgen in Europa, net op het moment dat de conjunctuurcyclus eindelijk de goede kant opgaat en dat Duitsland en Frankrijk een zeldzaam tooneel en toch vergelijkbare eengezindheid aan de dag leggen om hun krachten te bundelen en nader tot elkaar te komen. Meer dan ooit is het van belang dat spaarders op hun hoede zijn voor het politieke risico, teneinde te kunnen profiteren van de vele kansen op lange termijn.

Bron: Bloomberg, 30/03/2017



Beleggingsstrategie

Aandelen

Ondanks de politieke onzekerheid hebben de markten weer een maand van forse winsten achter de rug. We handhaven dan ook onze blootstelling tegen het toegestane maximum. Vooral Europa heeft in maart, dankzij een stijging van +3% tot +8% voor de belangrijkste landen van de eurozone, zeer goed gepresteerd. Het vooruitzicht van een algemeen wereldwijd economisch herstel is een belangrijke steunfactor voor de Europese waarden vanwege hun internationale blootstelling, conjunctuurgevoeligheid en nog steeds lage waardering.

We hebben onze blootstelling aan dit thema vergroot door een positie te initiëren in autofabrikant Renault, waarmee we profiteren van een gunstig instapmoment ten gevolge van de overdreven vrees voor de boetes in verband met de uitstoot van dieselmotoren. Dankzij zijn geografische mix is de Franse autofabrikant immers veel minder blootgesteld aan dat risico dan zijn concurrent Volkswagen, die zeer sterk aanwezig is op de Amerikaanse markt. Ten slotte hebben we onze blootstelling aan de Indiase markt vergroot door IndusInd Bank aan onze wereldwijde aandelenstrategie toe te voegen. India is een van de meest veelbelovende markten dankzij de versnelde doorvoering van economische hervormingen door premier Narendra Modi. IndusInd Bank is een Indiase private bank met een enorm groeipotentieel, terwijl haar aan de publieke sector gelieerde concurrenten gebogen blijven gaan onder het gewicht van slechte leningen.

Obligaties

Ons reflatiescenario is in de loop van de maand uitgekomen: de ECB heeft haar inflatievooruitzichten naar boven bijgesteld en de Fed heeft de normalisering van het monetaire beleid versneld via een nieuwe verhoging met 25bp van de beleidsrente. De markten blijven echter twijfelen of deze inflatieversnelling aanhoudt, vooral in de eurozone, waar de verwachte langetermijninflatie (zoals gemeten aan de hand van de 5-jaars-breakeveninflatie over 5 jaar) sinds februari gedaald is.

We hebben een deel van onze winst op tactische wijze veiliggesteld door onze short-posities op Amerikaans en Duits schatkistpapier terug te brengen, maar gaan, ten gevolge van het algemene herstel van de wereld economie, uit van een meer structurele inflatie dan algemeen verwacht. Onze long-posities blijven geconcentreerd in de financiële sector en op schuld papier van opkomende landen, zoals Brazilië, Mexico en Rusland; de macro-economische cijfers blijven verbeteren, waardoor de rente in de loop van de maand bleef dalen en de inflatie in Brazilië en Rusland fors is afgenomen.

Valuta's

De euro steeg t.o.v. de dollar, de yen en het Britse pond en was deze maand de grote winnaar: de verhoging begin dit jaar van onze blootstelling aan de euro heeft in de loop van de maand zo ruimschoots zijn vruchten afgeworpen. Hoewel de politieke omstandigheden in Europa de komende weken tot volatiliteit kunnen leiden, zou het aanhoudend economisch herstel in Europa en de hernieuwde belangstelling van internationale beleggers voor Europese activa de euro moeten steunen en de forse allocatie rechtvaardigen. Tegelijkertijd hebben we in het kader van ons risicobeheer onze posities in de Zwitserse frank behouden, maar onze short-posities op de yuan van de hand gedaan. Ons recente verblijf in China heeft ons gerustgesteld over de genomen maatregelen ter ondersteuning van het huidige financiële stabiliseringsproces.

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 gedeponerd 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 nog geheel noch gedeeltelijk worden gereproduceerd zonder voorafgaande toestemming.