



DANS OP EEN VULKAAN

Didier Saint-Georges

Lid van het Investeringscomité
Managing director

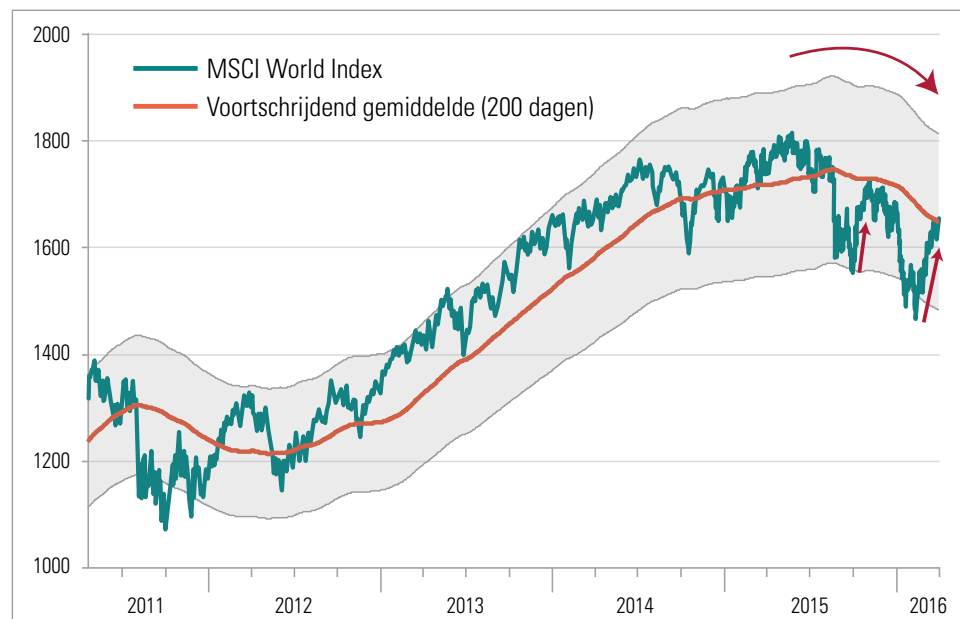
Het aantrekken van de olieprijs van 26 naar 40 dollar per vat, in combinatie met een opnieuw versoepelingsgezinde opstelling van de grote centrale banken, zette sinds 11 februari een stijging van de aandelenmarkten in gang, die qua omvang te vergelijken is met die van oktober 2015. De markten hebben er ook voor gekozen om van de vele economische gegevens die dagelijks worden gepubliceerd de cijfers eruit te halen op grond waarvan, voor zowel China als de Verenigde Staten, vast kan worden gehouden aan een economisch vrij gunstig scenario (onderschat nooit de natuurlij-

“

Elke maand schrijft Didier Saint-Georges in duidelijke taal over de economie en de markten.

”

ke neiging van de mens om bij voorkeur informatie te gebruiken



Bron : Bloomberg, 30/03/2016

die hem goed uitkomt). Een grondige analyse van de feiten, waarbij we de moeite nemen om onderscheid te maken tussen hoofdzaak en geruchten, wijst er nog steeds op dat de nieuwe marktconstellatie, die de afgelopen zomer haar intrede deed, aanhoudt (zie *Carmignac's Note van juli 2015 "De grote overgang is begonnen"*). De handhaving, koste wat het kost, van de monetaire ondersteuning van de centrale banken schept ruimte

voor aanzienlijke tussentijdse schommelingen en rechtvaardigt een zekere mate van opportunisme. Maar het enorme gebrek aan evenwicht op economisch, financieel, monetair en politiek terrein veroorzaakt een nog altijd ongunstige risico-asymmetrie op het niveau waarop de markten zich momenteel bevinden. Bijgevolg doen wij niet mee aan de universele dans op de vulkaan, hoewel deze op dit moment lijkt te slapen. Wij handhaven een

zeer scherp risicobeheer en blijven onze blootstelling afstemmen op activa waarvan wij de risico-asymmetrie op dit moment nog steeds aantrekkelijk vinden (zie *Carmignac's Note van maart 2016 "De slaapwandelaars"*).

Vals goed nieuws

Geconfronteerd met zeer nerveuze financiële markten aan het begin van het jaar, hebben de grote centrale banken opnieuw verklaard de markten te zullen blijven ondersteunen.

Nadat de Japanse centrale bank eind januari voor het eerst een negatieve depositorente had ingesteld in een zoveelste poging de nationale valuta in waarde te laten dalen om de economie een impuls te geven,

verlaagde China in februari de verplichte reserves voor de banken, kondigde de ECB in maart een verhoging en uitbreiding van haar kwantitatieve ondersteuning aan en stelde ten slotte de Fed zijn in december vorig jaar uitgesproken verwachting van een verhoging van de richtrente naar beneden bij.

Deze stroom van "goed nieuws" was voor de markten, die al gekalmeerd waren doordat de olieprijs uit de gevarezone van minder dan 30 dollar per vat was ontsnapt, begrijpelijkerwijs een reden om hun risicobereidheid te verhogen. Het gaat echter slechts om een tijdelijke ontwikkeling.

Op de eerste plaats kent dit beleid van de centrale banken veel mislukkingen. Zowel in de eurozone als in Japan dwingt de inflatie, die op jaarbasis nog

steeds in de buurt van 0% ligt en dus ver verwijderd blijft van de officiële streefcijfers, de centrale banken tot een steeds verdergaande versoepeling. En in de Verenigde Staten dwingt wel degelijk de kwetsbaarheid van de economie de Fed ertoe haar verwachtingen van "geleidelijke normalisering" van het monetair beleid naar beneden bij te stellen, twee maanden na de aankondiging ervan.

Vervolgens, en dat is essentieel, hebben de markten nog steeds

niet door dat deze mislukkingen onvermijdelijk zijn. De problemen waarmee de wereldeconomie kampt (een te hoge schuldenlast en onvoldoende vraag) kunnen niet opgelost worden door alleen mone-

tair beleid, ook niet als dit onconventioneel is. Zoals wij het met de medische term "iatrogenie" omschreven in de Carmignac's Note van vorige maand, maakt de drastische renteverlaging van de centrale banken, die stimulerend zou moeten werken, de situatie alleen maar erger: het moedigt landen aan nog meer schulden aan te gaan, drukt de winstmarge van de banken nog verder en vergroot de spaarbehoefte van consumenten in plaats van ze aan te moedigen geld uit te geven. In deze omstandigheden zullen alleen beleggers met een zeer korte-termijnvisie zich verheugen over deze ultieme en vergeefse poging van de centrale banken. Pijnlijk genoeg hebben de markten ook geen enkele reden om blij te zijn met het vooruitzicht van een monetaire verkrapping in de Verenigde

Staten. Want Janet Yellen, de president van de Fed, zal binnenkort waarschijnlijk moeten toegeven dat de huurprijzen en de prijzen van basisproducten in de Verenigde Staten zijn gaan stijgen. Deze prijsstijging is des te ongemakkelijker omdat het niet alleen de inflatie aanwakkert, maar ook de koopkracht aantast en dus de vooruitzichten voor de consumptie.

De kwestie van de Amerikaanse groei

Het is duidelijk dat de discussie over de veerkracht van de Amerikaanse economie nog gaande is. Elk nieuw statistisch gegeven wordt door deze en gene geëxtrapoleerd, als een soort technische analyse die bij wijze van reflectie op de economie wordt toegepast. Deze kortzichtige macro-economische analyse draagt bij aan de instabiliteit van de markten. We denken dat we tot een meer betrouwbare conclusie komen als we de fundamentele krachten achter de huidige economische dynamiek bestuderen en proberen aan de hand daarvan de trends beter te begrijpen. Uit een dergelijk aanpak blijkt dat de marge van de Amerikaanse bedrijven is gedaald van 10,6% eind 2011 naar 7,6% nu. Bijgevolg is het logisch dat we op dit moment een duurzame omslag van de investeringscyclus waarnemen, waarvan de ontwikkeling van de marges de voornaamste aanjager is. Overigens heeft de Amerikaanse consumptie gedurende vijf jaar ruimschoots geprofiteerd van een dubbel welvaartseffect (door de prijsstijging van vastgoed en financiële activa), dat momenteel aan kracht inboet. Daarom is het normaal dat we vandaag de dag constateren dat de con-

“*In China overtreft de groei van de kredietverlening ruimschoots de groei van het BBP.*”

sumptie van zowel goederen als diensten begint af te nemen en dat de spaarquote stijgt (5,4% nu tegen 4,9% eind vorig jaar). Wat ons nog altijd een groot risico lijkt, is dat de Amerikaanse groei in 2016 fors afneemt tot onder de drempel van 2%, zonder dat de centrale bank, die momenteel de monetaire teugels aantrekt, maatregelen kan nemen door haar beleid te versoepelen. De markten zijn daar niet op voorbereid.

De kwestie China

De ontwikkeling van de Chinese economie, die op zichzelf al goed is voor 16% van het wereldwijde BBP en 25% van de investeringen, is absoluut doorslaggevend voor de bedrijvigheid in de VS en Europa, en eveneens voor het marktrisico. Deze kwestie werpt dan ook een groot probleem op, want de herschikking van de economie, die verband houdt met de enorme industriële overcapaciteit, zal onvermijdelijk tot een sterke afname van de groei van de investeringen in China leiden. Het is het één of het ander: ofwel het investerings-tempo wordt snel aangepast. In dit scenario zou, vanwege kapitaaluitstromen en de noodzaak om het remmende effect dat dit scenario zou hebben op de bin-

nenlandse economie te dempen, een forse depreciatie van de renminbi nauwelijks voorkomen kunnen worden. Een waardedaling van die omvang zou de concurrentiekracht van andere grote economieën in de wereld nog veel sterker onder druk zetten. Juist het onderkennen van dit risico heeft begin dit jaar de ogen van de markten deels geopend. In het tweede scenario gaat de regering door met het financieren van een slechts zeer geleidelijke afbouw van deze investeringen teneinde de groei in stand te houden. Dit is kennelijk de optie waaraan de Chinese autoriteiten momenteel de voorkeur geven. In dat geval zal het nieuws over de groei op korte termijn "geruststellend" zijn en zou de markt daar tevreden mee kunnen zijn, zeker als de genomen valutamaatregelen op zeer korte termijn voldoende blijken om de uitstroom van deviezenreserves te beperken. Maar in dat geval zal de schuldenlast van de Chinese private sector, die al is opgelopen van 140% van het BBP in 2008 naar 240% nu, nog verder stijgen. Want de groei van de kredietverlening, die tussen 16% en 20% per jaar bedraagt, overtreft ruimschoots de groei van het BBP, die hooguit op 4 à 5% uitkomt. En een bijkomende

verzwarende omstandigheid is dat de probleemkredieten van de bankensector volgens onze schattingen al bijna tot een derde van het Chinese BBP zijn opgelopen. Bijgevolg is deze optie niet houdbaar. Deze scenario's kunnen tijdelijk worden genegeerd door de markten, maar geven naar onze mening aanleiding tot een zeer scherp beheer, gelet op de forse risico-asymmetrie die eraan verbonden is.

Als de centrale banken geen andere keuze hebben dan te blijven doen wat ze kunnen, bereikt hun effectieve slagkracht dan ook zijn grenzen, hetgeen de markten begin dit jaar zijn gaan inzien. Tegelijkertijd stapelen de economische risico's zich steeds verder op. Bovendien zijn er in Europa weer nieuwe, elkaar versterkende politieke struikelblokken bijkomen: de economische impact van de vluchtelingencrisis, de veiligheid en het risico van een Brexit. Deze diagnose is zeker niet onvereenigbaar met tijdelijke marktschommelingen, maar onderstreept dat wij onze op overtuigingen gebaseerde beleggingen vooralsnog voorzichtig moeten blijven beheren.

Voltooid op 31/03/2016

Beleggingsstrategie

Valuta's



De ECB lijkt net als de BoJ niet bij machte om de waardeontwikkeling van haar munt in de hand te houden. Ondanks een aanzienlijke uitbreiding van haar kwantitatieve-versoepelingsprogramma en de steeds lagere negatieve rentevoet heeft Mario Draghi immers in maart een forse waardestijging van de euro ten opzichte van de yen en de Amerikaanse dollar niet weten te voorkomen. In de loop van de maand steeg de eenheidsmunt ook in waarde ten opzichte van het Britse pond, dat het zwaar te verduren had vanwege de aan een Brexit verbonden risico's. Onze op de euro geconcentreerde valutastrategie bleef dan ook haar vruchten afwerpen. In de loop van de maand profiteerden wij hiervan door winst te nemen op onze yen-posities en om onze positionering in de euro en de Amerikaanse dollar te herschikken. Ten slotte blijven we de naar ons idee nog altijd kwetsbare valuta's van opkomende markten vermijden.

Obligaties

750	26.26	12:17:07
900	31.84	12:18:08
1054	57.51	12:18:14
1618	16.49	12:18:06
692	18.84	12:17:55
553	54.00	12:17:32
118	7.14	12:17:28

In maart kropen de rentevoeten in Europa weer verder naar elkaar toe, na een nieuwe reeks van door de ECB aangekondigde onconventionele maatregelen. Onze posities in Portugese en Griekse staatsobligaties konden daar goed van profiteren. Anderzijds zorgde de afwachtende houding van de Fed, hoewel de inflatiecijfers op een opwaartse omslag wijzen, voor spanningen op het lange deel van de Amerikaanse rentecurve: de markten

verwachten nu meer passiviteit van de Amerikaanse centrale bank omdat de inflatie tijdelijk boven haar streefcijfer ligt. Dit heeft ons ertoe gebracht om binnen onze wereldwijde strategie onze blootstelling aan Amerikaanse staatsobligaties terug te brengen. Tegelijkertijd hebben wij onze posities in bedrijfsobligaties verder opgevoerd, met name in het grondstoffensegment omdat de stabilisatie van de olieprijsen aanhoudt. Voor een belegger die selectief blijft ten aanzien van de effecten die hij in zijn portefeuille opneemt, biedt dit segment een uitstekende risico/rendementsverhouding. Dankzij een fors rentedaling in Brazilië, die het gevolg was van een mogelijke wijziging van de regering en van het economisch beleid, leverde onze positie in Braziliaanse staatsobligaties tot slot een positieve bijdrage aan ons totaalrendement.

Aandelen



De abrupte en algemene opleving van de aandelenmarkten in maart vertoont eerder kenmerken van terugkooptransacties van ongedekte short-posities dan van een terugkeer van beleggers naar deze activaklasse. Vandaar de zeer forse outperformance van opkomende markten en van Europese cyclische aandelen, ondanks de huidige economische vertraging. Zelf hebben wij nauwelijks geparticipeerd in deze ontwikkeling. Het feit dat analisten hun winstprognoses in neerwaartse richting blijven herzien, geeft dan ook geen aanleiding om op andere dan tactische gronden weer posities in te nemen. Wij handhaven daarom een conservatieve positionering, hetgeen wij gerechtvaardigd achten vanwege de asymmetrie tussen de waarderingen, die een beperkt groeipotentieel bieden, en het aanzienlijke neerwaartse risico doordat de centrale banken hun geloofwaardigheid verliezen. In het aandelengedeelte blijft onze belangrijkste rendementsbron dus de selectie van aandelen van bedrijven die ofwel beschikken over het potentieel om onafhankelijk van de economische

conjunctuur hun winst te laten groeien (in de regel is dat het geval bij gezondheids- en technologie-aandelen), ofwel een aantrekkelijke waardering en herstructureringspotentieel bieden (zoals in de energiesector in de Verenigde Staten).

Grondstoffen



Vanwege zijn positionering in kwaliteitsbedrijven, die in staat zijn op lange termijn een outperformance te leveren, heeft Carmignac Portfolio Commodities de afgelopen maand slechts deels kunnen meeliften met de stijging van zijn referentie-index, die werd aangejaagd door bedrijven die het meest in moeilijkheden verkeren. In maart zijn wij verdergegaan met het opheffen van sommige van onze afdekkingstrategieën teneinde de blootstellingsgraad van het fonds te verhogen. Ook zijn wij doorgeslagen met het opbouwen van posities in bepaalde ondernemingen om te profiteren van de stabilisatie van de olieprijsen. Dit geldt met name voor de Amerikaanse Helix Energy Solutions Group in het segment oliedienstverleners.

Dakfondsen



De zeer defensieve positionering van onze dakfondsen, die aan het begin van het jaar goed uitpakte, heeft in maart verlies opgeleverd. Aan het einde van de maand blijft de blootstelling van de fondsen voorzichtig, ook al hebben wij winst genomen op bepaalde activa die als vluchthaven worden beschouwd, zoals onze valutapositie in de yen.

In het verleden behaalde resultaten zijn geen indicatie voor toekomstige resultaten. De rendementen zijn inclusief kosten (uitgezonderd eventuele instapkosten aangerekend door de distributeur). 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 toegang tot de fondsen kan beperkt zijn voor bepaalde personen of in bepaalde landen. 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.com.

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