



THE MARKETS AWAKEN

Didier Saint-Georges

Lid van het Investeringscomité
Managing director

De monetaire illusie is bijna voorbij

De markten zijn zes jaar lang verdoofd geweest door een uiterst versoepelend monetair beleid en konden uiteindelijk ook in 2015 de economische realiteit grotendeels naast zich neerleggen en zich laten leiden door de logica van de kapitaalstromen. Vooral dankzij de daling van de euro konden de Europese aandelenmarkten een van de beste,

“

De centrale banken zitten aan het begin van 2016 ingeklemd tussen de noodzaak de rente laag te houden en het behoud van hun geloofwaardigheid.

”

in euro uitgedrukte beursprestaties neerzetten, ondanks de

tegenvallende economische cijfers. Maar uitgedrukt in dollar ligt het rendement van de Europese markten in 2015 nauwelijks boven dat van de zeer matig presterende Amerikaanse index S&P 500 (-0,7%). En op de obligatiemarkten kunnen alleen beleggers die hoofdzakelijk gewed hebben op staatspapier van Griekenland of zelfs Oekraïne prat gaan op een spectaculair rendement. Deze landen stegen met respectievelijk 28% en 38%, maar verkeerden wel op de rand van wanbetaling.

Vorig jaar wezen we echter op de kwetsbaarheid van die prachtige, door de centrale banken aangestuurde wereld en de eerste scheuren worden zichtbaar. Zo konden de beleggers in 2015 niet voorbijgaan aan de gevolgen voor de aandelen- en obligatiemarkten van jarenlange overinvestering in de Amerikaanse energiesector. Het feit dat de centrale banken steeds verder beperkt worden in hun ondersteunende maat-

regelen zal de markten in 2016 wakker schudden en dwingen om naar de economische realiteit te kijken.



De kwetsbaarheid van de markten

Ter herinnering: de kwetsbaarheid waar wij ons zorgen over maken vindt vooral zijn oorzaak in het toenemende gebrek aan flexibiliteit, oftewel de capaciteit om eventuele tegenslagen op te vangen waar het grootste deel van de wereld-economie mee kampt. Deze kwetsbaarheid wordt veroorzaakt door de schuldenlast van overheden, bedrijven en natuurlijke personen die de centrale banken sinds 2009 in stand hebben ge-

houden en waarvan ze de kosten op radicale wijze hebben verlicht. Zo is sinds 2000 de schuldenratio (publieke en private sector) in de Verenigde Staten gestegen van 200% naar 280%, in Japan van 420% naar 510%, in Griekenland van 180% naar 320%, in Spanje van 180% naar 400% en in China van 120% naar 300%. Een dergelijke schuldenlast ondermijnt het groeipotentieel en juist bij een zwakke groei kan de schuldenratio onmogelijk worden verlaagd. De vicieuze cirkel is ingezet, waardoor de economie bij de volgende cyclische vertraging zeer kwetsbaar zal zijn, des te meer daar de financieringskosten zijn gestegen.

Botsende krachten

Beide klippen doemen nu voor ons op, tegelijkertijd nog wel. Hierdoor wordt de taak van de centrale banken verder gecompliceerd: ze zitten ingeklemd tussen enerzijds de noodzaak de nominale rente zeer laag te houden en anderzijds het behoud van hun geloofwaardigheid na jaren van geldschepping - de oorzaak van de financiële zeepbel - slechte kapitaalallocatie en steeds meer sociale ongelijkheid.

Nu de eerste loonstijgingen om de hoek komen kijken, is de Fed, een jaar na de beëindiging van haar kwantitatieve versoepelingsbeleid, onlangs aan haar eerste cyclus van monetaire verkrapting sinds 2004 begonnen. En mochten de energieprijzen zich in 2016 uiteindelijk stabiliseren, dan zouden de inflatieverwachtingen een andere richting op gaan, waardoor

de druk op de Fed zou toenemen. Daarnaast begint de bereidheid van de centrale banken om hun maatregelen uit te breiden zowel in Europa als Japan af te nemen.

Maar tegelijkertijd hebben de indicatoren van de productie-activiteit in de Verenigde Staten, na zes jaar te zijn gestegen, inmiddels het recessieniveau bereikt en begint de consumptie van diensten ook te dalen. Ondertussen blijft de Chinese economie vertragen. De botsing tussen de economische cyclus en de rentecyclus is in volle gang. De monetaire illusie nadert haar einde.

Europa als veilige haven?

Door zijn afwijkende economische cyclus was Europa in 2015 een van de zeldzame plekken in de wereld met een positieve conjunctuur. Maar ondanks een halvering van de energiekosten, een daling van de euro van 25% en een historische renteverlaging leidde dit uiteindelijk tot een jaarlijkse groei van niet meer dan ongeveer 1,5%, wat onvoldoende is om de schuldenlast te stabiliseren en nieuwe banen te creëren. En die prestatie is ook nog eens bereikt op het moment dat de Duitse locomotief vertraging begint op te lopen (afname van de productiviteitsdynamiek, lagere winsten, blootstelling aan de wereldwijde cyclus) en voor het eerst op politieke obstakels stuit (spanningen in de regerings-

coalitie over het migratiebeleid). Europa verkeert begin 2016 dus in een economisch zwakke positie, wat meteen de vraag oproept in hoeverre het continent ook in politiek opzicht kwetsbaar is, aangezien de Europese eenwording zich zeker geen verloren decennium "à la Japan" kan permitteren.

De opkomende landen, het schrikbeeld van de beleggers

China, en in zijn kielzog de rest van de wereldeconomie, betaalt vandaag de dag nog steeds de prijs van het enorme economische ondersteuningsprogramma van 2008, waarmee een rampzalige terugval van de bedrijvigheid van het land kon worden voorkomen. Dit ging wel ten koste van een buitensporige kredietexpansie en een ophoping van productiecapaciteit, die nog steeds een enorm overschot vertoont. De herbalancerings van de economie naar de dienstensector heeft de grondstoffenprijzen al doen instorten en in uiteenlopende mate de economieën van alle opkomende landen aangetast. Maar ook de winstgevendheid van veel bedrijfstakken over de hele wereld wordt erdoor aangetast omdat China in belangrijke mate verantwoordelijk is voor het wereldwijde capaciteitsoverschot.

Net als de Verenigde Staten, maar dan in versterkte mate, wordt ook China geconfronteerd met het risico dat het land er in 2016 moeite mee zal hebben om zijn dienstensector volledig te beschermen tegen de vertragende invloed van de industrie. De sinds afgelopen augustus hardnekkige kapitaaluitstroom en de met

“*Bij het risicobeheer zal er gebruik moeten worden gemaakt van gerichte en zeer actieve afdekkingstrategieën.*”

”

“*Op de zwichtende markten kunnen er uitzonderlijke kansen ontstaan.*”

”

onrendabele activa doorspekte bankbalansen zullen beperkingen opleggen aan het voornemen van de Chinese overheid om deze vertraging te stabiliseren met behulp van een versoepelend monetair en fiscaal beleid. Om een oplossing te vinden voor deze netelige kwestie is het niet uitgesloten dat China dit jaar zal moeten afzien van de luidkeels aangekondigde ambitie om zijn munt te stabiliseren. Door een sterke daling van de renminbi zou de economie van het land weer lucht krijgen, maar daardoor zou het ook zijn problematiek van industriële overcapaciteit in versneld tempo naar de rest van de wereld, zowel opkomende als ontwikkelde landen, exporteren.

2016, het jaar waarin de markten wakker worden

Nu de centrale banken hun interventiecapaciteit grotendeels hebben verbruikt en de bankensector gebukt gaat onder een uiterst beperkende regelgeving, staan de beleggers in het voorste gelid om het gestegen marktrisico het hoofd te bieden. Tegelijkertijd is juist door het herhaaldelijk optreden van de centrale banken de liquiditeit van alle activaklassen opgedroogd, waardoor de volatilitieitspieken steeds grilliger worden. Als daardoor de "risicoloze" activa te duur worden om als veilige haven dienst te doen, moet er bij het risicobeheer gebruik worden gemaakt van gerichte en zeer actieve afdeckingsstrategieën.

Deze strategieën maken het echter wel mogelijk om, als er op de zwichtende markten uitzonderlijke kansen ontstaan voor beleggers met een middellange-termijnvisie, deze op opportunistische wijze te beheren. De eerste tekenen van een dergelijke capitulatie kunnen al worden waargenomen in de oliesector en bij bepaalde activa uit opkomende landen, inclusief obligaties.

In het vooruitzicht op deze risico's en kansen wensen ik en alle teams van Carmignac u een actief en voorspoedig 2016, een jaar waarin het uiterst belangrijk wordt dat we het beheer dat we gewend waren, en dat was afgestemd op de laatste zes jaar, loslaten.

Voltooid op 04/01/2016

Beleggingsstrategie

Valuta's



In december zijn de valuta's van de opkomende landen opnieuw gedaald, met als enige opmerkelijk uitzondering de Indiase roepie. Deze ontwikkeling, die de valuta's van zowel grondstoffenexporterende als -importerende landen betrof, moet worden gezien in het licht van de stijging van de Amerikaanse beleidsrente. In deze context pakte onze valutastrategie, waarin we de voorkeur geven aan valuta's van ontwikkelde landen en die van opkomende landen afdekken, de Chinese munt als eerste, positief uit. Aan het eind van het jaar handhaafden we een valutastrategie die de nadruk legt op de euro, gevolgd door de Amerikaanse dollar en, in mindere mate, de Japanse yen.

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 de loop van de maand besloot de Fed voor het eerst sinds de invoering eind 2008 van het nulrentebeleid haar beleidsrente te verhogen. De markt had uitgebreid geanticipeerd op deze ontwikkeling, die gepaard ging met een zeer versoepelingsgezinde verklaring omtrent het tempo van de verhogingen. De 10-jaarsrente kwam dan ook niet onder druk te staan, wat onze positionering op

dit gedeelte van de Amerikaanse rentecurve rechtvaardigt. Hoewel bepaalde activaklassen van de obligatiemarkt, zoals Amerikaanse highyield-obligaties en staatsobligaties van opkomende landen, steeds verder onder druk komen te staan, is er nog geen sprake van een capitulatie in deze segmenten. Dit rechtvaardigt onze voorsnog geringe posities. Wij handhaven dan ook een evenwichtige en gediversifieerde allocatie en blijven scherp letten op eventuele aantrekkelijke instapmogelijkheden in segmenten met een hoog rendement. (Amerikaanse highyield-obligaties naderen bijvoorbeeld de 9%, terwijl Braziliaanse staatsobligaties met een looptijd van 10 jaar meer dan 16% opleveren.)

Aandelen



In december vervolgden aandelen de in november ingezette correctie. Sommige opkomende landen, zoals Brazilië, verkeren in een economische en financiële crisis en vielen scherp terug, terwijl bij de ontwikkelde landen Europa een van de slechtste prestaties neerzette als gevolg van de teleurstelling over de door Mario Draghi aangekondigde aanvullende monetaire ondersteuningsmaatregelen. In de loop van de maand hebben we onze positionering in redelijk conjunctuurongevoelige waarden versterkt door onze positie in cementfabrikant Lafarge-Holcim van de hand te doen. Dankzij onze afdekkingsposities op grote internationale indexen lag onze netto-blootstelling aan het eind van het jaar in de buurt van het voor onze fondsen toegestane minimum.

Grondstoffen



Carmignac Portfolio Commodities heeft in december beduidend beter gepresteerd dan zijn referentie-index en beperkt daarmee het verlies als gevolg van de aanhoudende daling van de grondstoffenmarkten. Deze ontwikkeling, die op een capitulatie begint te lijken, heeft ons ertoe aangezet een aanzienlijk deel van de short-posities van ons fonds af te dekken. Bij onze positionering blijven we ons richten op kwaliteitsbedrijven met een lage schuldenratio en een sterk kasstroomgenererend vermogen.

Dakfondsen



Hoewel het rendement van onze dakfondsen in december negatief was, presteerden ze beter dan hun referentie-index dankzij een adequate defensieve positionering. Aan het eind van het jaar waren wij voorzichtig gepositioneerd door een gematigde blootstelling te koppelen aan een defensieve en evenwichtige portefeuille-opbouw.

In het verleden behaalde resultaten zijn geen indicatie voor toekomstige resultaten. De kosten zijn in de resultaten begrepen. 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