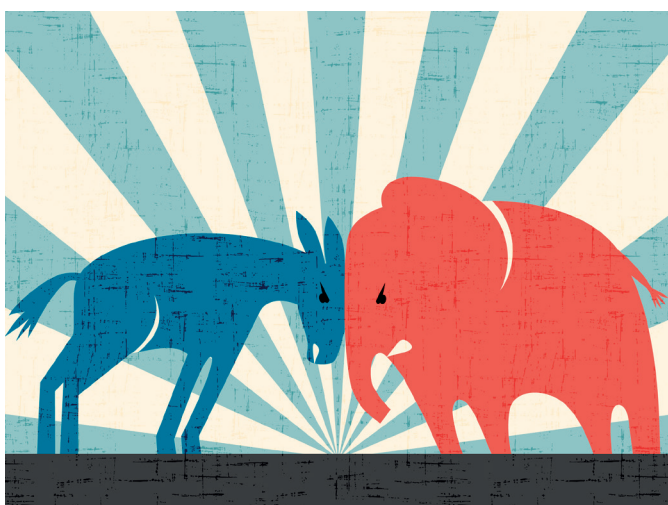


VERKIEZINGEN IN DE VS: DE ECHE OLIFANT IN DE KAMER

OKTOBER 2024

De hoofdeconoom van Carmignac, **Raphaël Gallardo**, en **Kevin Thozet**, lid van het beleggingscomité, blikken vooruit op de mogelijke impact van de Amerikaanse verkiezingsuitslag op de economie, de markten en beleggingsportefeuilles.



- **De Amerikaanse economie is kwetsbaarder** dan de recente data doen vermoeden.
- Een **'red sweep'** zou inflatoir zijn en het tekort vergroten. Obligatierentes zouden sterk stijgen.
- Een **'blue sweep'** zou een 'tax and spend'-programma opleveren, met negatieve gevolgen voor de aandelenmarkten.
- Een **verdeelde** regering zou de extremen op afstand houden - markten geven over het algemeen de voorkeur aan een patstelling boven onzekerheid over het beleid.

EEN PARADOXALE ACHTERGROND



“
**Raphaël
 GALLARDO**

Van alle grote ontwikkelde economieën hebben de VS het stevigste herstel gekend na de pandemie. Toch is deze langdurige expansie aan het vertragen. De 'sugar-high' door de gigantische stimulus na Covid ebt weg, de sterke dollar weegt op de productiesector en de hoge reële rentes, die nodig waren om de inflatie af te wenden, hebben de vraag beknot in rentegevoelige sectoren zoals de bouw en het vastgoed.

Consumenten ondersteunen nog steeds de groei, maar ondanks de lage werkloosheid komt het grootste deel van die steun steeds meer van de rijkste gezinnen, die profiteren van de aanhoudende welvaartseffecten van hoge aandelenkoersen. Vergrijzing, meer sociale overdrachten en subsidies voor de energietransitie hebben het begrotingstekort opgedreven tot een ongekend niveau (7% van het bbp), recessies, oorlogen of pandemieën buiten beschouwing gelaten.



Dit is de paradox van deze verkiezingen. De voorbije acht jaar waren de prestaties van de Amerikaanse economie uitstekend, en die van de aandelenmarkt zelfs uitmuntend. Toch zijn de kiezers gefrustreerd over de toestand van de economie en dat heeft het verkiezingsprogramma van de twee belangrijkste kandidaten bepaald.

De volgende regering zal een economie erven die kwetsbaarder is dan haar recente staat van dienst doet vermoeden. Beide kandidaten verdedigen populistische maatregelen die een buitenproportionele impact kunnen hebben op de financiële markten.

Ongeacht de uitslag kunnen deze verkiezingen de motor gaan veranderen van een economie waar de wereld al tientallen jaren jaloers op is. Dat is de echte olifant in de kamer.

IMPACT VAN DE VERSCHILLENDE SCENARIO'S

Impact van de verkiezingsuitslag op jaarbasis in 2025-2026 ten opzichte van de huidige trend. Gebaseerd op berekeningen van Carmignac per 21/10/2024.

	 54%		 46%	
	SCENARIO 1	SCENARIO 3	SCENARIO 4	SCENARIO 2
	Red sweep	Geen sweep	Geen sweep	Blue sweep
Subjectieve waarschijnlijkheid	38%	16%	29%	17%
BBP	+0,1%	-1,0%	+0,3%	+1,0%
CPI	+1,1%	+1,0%	+0,1%	+0,3%
Begroting	-3,2%	-2,1%	-0,4% à -0,7%	-0,7%
Impact op de winst per aandeel	+5,0%	Gedifferentieerd naar gevoeligheid voor importtarieven en deregulering	Licht positief	-6% (belastingverhogingen)
Impact op Amerikaanse dollar	Sterk stijgend, dan neerwaarts staartrisiko op Fed-interventie	Omhoog	Omlaag	Omlaag
Fed-beleid in 2025	Plateau op 4% en dan terug naar 5% eind '25 totdat Trump ingrijpt	Plateau op 4%	Verlagingen tot 3%	Plateau op 4%, daarna verhogingen tot aandelenmarkt breekt
Obligatierentes	Sterk omhoog	Omhoog	Vlak	Eerst omhoog

VIER SCENARIO'S

Gezien de grote waarschijnlijkheid dat de Senaat een Republikeinse meerderheid krijgt en het feit dat de winnaar van het Witte Huis waarschijnlijk ook het Huis van Afgevaardigden zal binnenhalen, hebben we de uitkomst van de verkiezingen teruggebracht tot vier scenario's.

SCENARIO 1: REPLIKEINSE SWEEP



“
Raphaël
GALLARDO



ECONOMISCHE GEVOLGEN

Het verkiezingsprogramma van Donald Trump staat voor protectionisme, enorme belastingverlagingen voor bedrijven en gezinnen, deregulering op grote schaal (waarbij Elon Musk naar verluidt een 'chief deregulation officer' zal worden), promotie van fossiele brandstoffen en massale deportaties.

Deregulering, vergunningen voor fossiele energie en verlagingen van de vennootschapsbelasting kunnen het aanbodpotentieel van de economie stimuleren en de prijzen drukken (een deflatoire hausse). Toch zouden de negatieve effecten (d.w.z. een lager bbp en hogere prijzen) van de importtarieven en massale deportaties zwaarder doorwegen.

Bovendien kunnen belastingverlagingen op inkomen uit arbeid (fooiën, overuren, gewone lonen) en sociale overdrachten (pensioenen) de consumptie stimuleren, wat zou leiden tot een hogere inflatie.

Zelfs als Trump zijn beloften slechts in een verwaterde versie uitvoert, zou het bbp nauwelijks van zijn basistrend van 2% afwijken, aangezien er nu geen onbenutte capaciteit is (in arbeid of kapitaal) en de tarieven en deportaties een negatieve impact hebben op het toekomstige aanbodpotentieel.

In dit scenario versnelt de inflatie met 1,1 procentpunt en loopt het tekort op tot 10% van het bbp.

Deze tweede golf van inflatie kan de Federal Reserve (Fed) dwingen om de renteverlagingen begin 2025 te onderbreken en tegen het einde van het jaar de rente weer te verhogen. De dollar zou eerst omhoogschieten door hogere rentevoeten, lagere handelstekorten en een instroom van buitenlands kapitaal op jacht naar een kunstmatig hoger rendement op de aandelenmarkt.

Deze stijging van de greenback zou een mercantilistische president woedend maken. Fed-voorzitter Powell moet dan vroegtijdig vertrekken en de weg vrijmaken voor een meer 'dovish' politieke vervanger. Dit kan buitenlandse investeerders afschrikken, wat weer zal leiden tot een zwakkere dollar.

In het uiterste geval zou de uittocht van buitenlands kapitaal uit Amerikaanse staatsobligaties en aandelenmarkten de welvaartseffecten omkeren die de economie de afgelopen twee jaar draaiende hebben gehouden.



Kevin
THOZET



BELEGGINGSIMPLICATIES

De terugkeer naar begrotingsbeleid in de 'reaganomics'-stijl van de jaren tachtig zou de bull-markt in aandelen en de economische cyclus waarschijnlijk verlengen tot 2025. Maar de 'pro-business' agenda van Trump zal gepaard gaan met hogere reële rentes, wat nieuwe risico's met zich meebrengt voor het wereldwijde financiële systeem.

Op de aandelenmarkt zullen kleinere bedrijven en financiële instellingen profiteren van deregulering en belastingverlagingen, producenten van consumentengoederen van een verlengde cyclus, de maakindustrie van protectionisme en de fossiele-brandstoffssector (zowel diensten als infrastructuur) van de voorkeur voor binnenlandse olie- en gasproductie.

Voor de almachtige technologiesector zijn de verwachtingen meer gemengd. De handelsspanningen met China kunnen een negatief effect hebben op de wereldwijde toeleveringsketens van bedrijven als Nvidia of Apple.

Naarmate de groeivoorzichten en de inflatie toenemen en de onafhankelijkheid van de Fed steeds meer ter discussie komt te staan, zullen we wereldwijd waarschijnlijk hogere rentes zien. Als gevolg daarvan zal de rente op obligaties over de hele 'curve' stijgen, maar obligaties met een lange looptijd zullen de leiding nemen (een zogenoemde 'bear steepening').

Een opwaartse druk op de obligatierente zal beleggingen met een lange looptijd (groeiaandelen) en aandelen die gezien worden als 'obligatieproxy' parten spelen, mede gezien de huidige hoge waarderingen.

Aan de vastrentende kant vraagt de combinatie van opgezweepte groeiverwachtingen, hogere inflatieverwachtingen en de vraag of de compensatie voldoende is voor het aanhouden van obligaties met een langere looptijd, beleggers om flexibel en voorzichtig te zijn, met een voorkeur voor reële yields die rekening houden met de inflatie, boven nominale yields.

De Amerikaanse dollar komt in het kruisvuur te liggen van Trumps bemoeienis met de Fed, een aanhoudende Amerikaanse terugtrekking en importtarieven. Die laatste staan centraal in zijn economische plan en zullen de dollar waarschijnlijk laten stijgen. Als de dollar uiteindelijk verzwakt door de uittocht van buitenlands kapitaal, kan dit leiden tot een mogelijke afwaardering van de Amerikaanse aandelenmarkt.



Lloyd
McALLISTER

hoofd duurzaam
beleggen



DUURZAAMHEID IN DE SCHIJNWERPERS

Sinds de laatste Amerikaanse verkiezingen valt niet te ontkennen dat de inzet om klimaatverandering aan te pakken een polariserend onderwerp is.

De regering Biden heeft, vooral door middel van de Inflation Reduction Act (IRA), de VS op een 'duurzaam pad' gezet dat ingrijpende gevolgen heeft. De gevestigde systemen hebben zich hiertegen verzet, vooral na de toename van de belangstelling voor ESG-beleggingen tussen 2015 en 2020.

Een Republikeinse 'sweep' (waarbij de Republikeinen zowel het presidentschap als het Congres overnemen) zou duidelijk de meest consequente uitkomst zijn vanuit het perspectief van duurzame beleggingen. Een Trump-regering zou proberen een 'pro-ESG architectuur' te ontmantelen om de 'oude economie' te versterken in een tijd van grote wereldwijde veranderingen.

Deze gevolgen moeten echter niet los van elkaar worden gezien, want we verwachten dat de macht op staatsniveau de economische activiteit, die stabiel zou moeten blijven, aanzienlijk zal blijven beïnvloeden.

Toch verwachten we in het geval van een Republikeinse 'sweep':

⇒ Trump zal waarschijnlijk de procedure starten om zich terug te trekken uit het Klimaatakkoord van Parijs.

Dit maakt deel uit van 'Project 2025' en is symbolisch belangrijk voor zijn 'VS eerst'-aanpak. Het vereist de goedkeuring van de Senaat, die waarschijnlijk op de lange baan geschoven zal worden, maar alleen al de start van de procedure zou voldoende bewijs zijn voor de uitvoering van zijn agenda.

⇒ Druk uitoefenen op de SEC om de regels voor klimaatinformatie te laten vallen.

Deze zijn controversieel geweest, zelfs onder een Democratische regering met aanzienlijke weerstand tegen het simpelweg verplichten van bedrijven om vervuilingsniveaus bekend te maken - een gevestigde praktijk in de rest van de wereld.

⇒ De IRA, door Trump de Green New Scam genoemd, zal onder de loep worden genomen

Er wordt voorspeld dat de IRA de uitstoot van broeikasgassen met 8% zal verminderen (ten opzichte van een voorspelde basis) door snellere invoering van schone technologie. Trump vindt het geldverspilling en hij moet dollars vinden om zijn belastingverlagingsbeleid te financieren. Zijn nieuw gevormde vriendschap met Elon Musk kan van grote invloed zijn op de manier waarop het bijltje erbij neer wordt gegooid, gezien zijn voorgestelde leidende rol in een "efficiëntiecommissie van de overheid".

60%⁽¹⁾ van de IRA-projecten bevinden zich in Republikeinse staten. We verwachten dat deze projecten zullen worden gesteund gezien hun aard (afvang en opslag van koolstof) en de stimulans voor productiebanen.

Musks relatie met Trump vermindert het risico rond EV's, maar niet helemaal, want Musk heeft publiekelijk verklaard dat het schrappen van de heffingskorting voor schone voertuigen Tesla ten goede zou komen ten opzichte van zijn concurrenten.

Als China-havik zal Trump waarschijnlijk de huidige flexibiliteit van het ministerie van Financiën terugdraaien door de regels voor de binnenlandse toeleveringsketen uit te stellen tot 2027. Dit zal leiden tot een vertraging in groene productie omdat het tijd kost om binnenlandse toeleveringsketens op te bouwen. Hoewel Trump aan de productiekant waarschijnlijk transactioneel zal zijn. Hij zou Chinese fabrikanten in de VS kunnen toelaten, zolang de productie maar in de VS plaatsvindt.

Steun voor schone energie zal waarschijnlijk op het hakblok terechtkomen, met name windenergie op zee, die Trump als "verschrikkelijk" heeft omschreven.

⇒ Biden's emissienormen voor lichte voertuigen - een belangrijke drijfveer voor autofabrikanten om over te stappen op EV - zullen onder de loep worden genomen.

Californië, dat het voortouw neemt op het gebied van emissienormen, heeft de goedkeuring nodig van het Environmental Protection Agency (EPA) om strengere eisen te stellen dan de huidige federale eisen. Dit verzoek kan worden afgewezen.

⇒ Heffingen op methaanemissies moeten worden afgeschaft.

Deze zijn een belangrijke factor bij het terugdringen van broeikasgassen, want zonder het verwijderen van methaanlekken kan elektriciteitsopwekking op aardgas net zo vervuilend zijn als steenkool.

⇒ Meer in het algemeen, en mogelijk met meer gevolgen op de lange termijn, is het potentieel voor het opdoeken van federale instellingen.

Als de EPA een knieval zou maken en gevuld zou zijn met politieke loyalisten in plaats van wetenschappers, zou dat op de lange termijn grote gevolgen hebben.

Voor beleggers betekenen deze veranderingen een vertraging in de invoering van groene technologieën via lagere kapitaalinvesteringen op basis van herziene vraagvereisten en hogere tarieven. Als gevolg hiervan zou de onzekerheid in toekomstige kasstromen door de verminderde kapitaalinvesteringen, samen met het negatieve sentiment, leiden tot een afname van de vraag naar effecten in de blootgestelde sectoren.

SCENARIO 2: DEMOCRATISCHE SWEEP



“
Raphaël
GALLARDO



ECONOMISCHE GEVOLGEN

In het 'tax and spend'-programma van Kamala Harris staat voor \$ 5000 miljard tot \$ 7000 miljard (over tien jaar) aan belastingverlagingen en welzijnsuitgaven voor de middenklasse, gefinancierd door vennootschapsbelastingen.

Als de Democraten een kleine meerderheid halen in beide kamers van het Congres, zou president Harris de meeste van deze maatregelen kunnen doorvoeren, zelfs al heeft ze geen supermeerderheid in de Senaat (hoewel de levensduur van de maatregelen beperkt zou zijn tot 10 jaar).

Intens lobbywerk van K Street en weerstand van gematigde Democraten kan de belastingwet uiteindelijk afzwakken, maar we vrezen dat een dergelijk budgettaire plan tot een scherpe neerwaartse bijstelling van de winstvooruitzichten van Amerikaanse aandelen zal leiden.

Vermogensgroei op aandelen is in feite de belangrijkste motor geweest achter de aanhoudende groei van de particuliere consumptie. Een devaluatie van de Amerikaanse aandelenmarkt zou de vertraging van de economie dus nog verergeren. De Fed zou dan renteverlagingen moeten doorvoeren om een zachte landing van de economie in 2025 veilig te stellen.



“
Kevin
THOZET



BELEGGINGSIMPLICATIES

Het 'tax and spend'-programma van de Democraten combineert in feite nieuwe sociale uitgaven met grote belastingverhogingen, waardoor het effect op de langetermijnrente beperkt blijft.

Bezuinigingen op discretionaire uitgaven, zoals defensie, samen met strengere regelgeving en vennootschapsbelastingen, hebben een negatieve invloed op de winstverwachtingen en het rendement op kapitaal, wat een bedreiging vormt voor de huidige aandelenwaarderingen en de Amerikaanse dollar.

We verwachten een negatief effect van -6% op de groei van de winst per aandeel voor 2025 als gevolg van een verhoging van de vennootschapsbelasting van 21% naar 28%. Dergelijke maatregelen kunnen ook wegen op de koers-winstverhoudingen. Het gemiddelde aandeel in de S&P 500 is gewaardeerd op 22 keer de winst voor volgend jaar, wat voortkomt uit de huidige uitzonderlijke winstmarges van Amerikaanse bedrijven. Een vennootschapsbelasting van 28% zet de VS op één lijn met landen als Nederland, Canada of Frankrijk, waar de gemiddelde waarderingen 7x lager zijn dan bij hun Amerikaanse tegenhangers.

Het beleid van Harris kan de consumptie bij de lagere en middeninkomens stimuleren, terwijl het hoogste kwartiel van verdieners (die goed zijn voor bijna 50% van de totale consumptie in de VS) negatief wordt beïnvloed. Als gevolg hiervan kan het 'value end'

van het consumptiespectrum profiteren, ten koste van de 'premium end'. De niet-duurzame consumptiegoederen kunnen het in een periode van onzekerheid op de aandelenmarkten beter doen dan de discretionaire consumentensector. Ze hebben ook minder last van stijgende vennootschapsbelastingtarieven.

De vastgoedsector kan profiteren van de plannen om miljoenen huizen te bouwen en starters te helpen met aanbetalingen. Gezondheidszorg en hernieuwbare energie kunnen ook floreren, aangezien Harris tijdens haar vicevoorzitterschap heeft bijgedragen aan de implementatie van enorme subsidies om de toegang tot gezondheidszorg te ondersteunen en om de klimaatverandering te beperken.

Op de vastrentende markten houden de obligatierentes waarschijnlijk stand, dankzij een zekere vorm van budgettaire 'verantwoordelijkheid' (zij het niet enorm, aangezien de begroting nog steeds een geschat extra tekort van +0,7% zou vertonen), hogere belastingen en een grotere recessie-dynamiek. Na een initiële periode kan de rente stijgen als gevolg van positieve economische groei. De neerwaartse aanpassingen in de waarderingen van Amerikaanse aandelen op de langere termijn, en de daaruit voortvloeiende negatieve overloopeffecten op het consumentenvertrouwen, betekenen dat de obligatierentes uiteindelijk weer zullen dalen.

SCENARIO 3: VERDEELDE REGERING

Republikeinse president,
Republikeinse Senaat, Democratisch Huis



Raphaël
GALLARDO



ECONOMISCHE GEVOLGEN

Zelfs zonder controle over het Huis zou Trump nog steeds een aantal belangrijke pijlers van zijn programma kunnen uitvoeren: invoerrechten heffen, de grenzen sluiten, sommige federale fondsen opnieuw toewijzen om een deportatiecampagne te financieren en de economie dereguleren door middel van uitvoerende orders en benoemingen van pro-zakelijke rechters.

Wat hij niet zou kunnen doen, is alle beloofde belastingverlagingen doorvoeren. Toegegeven, de Democraten zouden waarschijnlijk instemmen met een verlenging van een aantal van de belastingverlagingen van 2017 die beperkt zijn tot de middenklasse, maar dan zouden er nog steeds wat budgettaire remmen overblijven.

Over het geheel genomen zou deze cocktail netto stagflatoir zijn (bbp daalt met 1,6% ten opzichte van potentieel, inflatie stijgt met 0,6%).

De omvang van de vertraging zou Trump er waarschijnlijk van overtuigen om een aantal van zijn kenmerkende beleidsmaatregelen af te zwakken, maar de financiële markten zouden wel lijden onder een herintegratie van een stagflatierisicopremie in obligaties en aandelen.

SCENARIO 4: VERDEELDE REGERING

Democratische president,
Republikeinse Senaat, Democratisch Huis



“
Raphaël
GALLARDO



ECONOMISCHE GEVOLGEN

Aangezien de agenda van Harris voornamelijk bestaat uit herverdelend beleid, betekent het gebrek aan controle over het begrotingsproces (dat de goedkeuring van beide kamers vereist) dat haar agenda bij aankomst zou sneuvelen.

Als de Democraten één kamer controleren (waarschijnlijk het Huis), zouden ze een compromis kunnen sluiten over de verlenging van de belastingverlagingen van 2017 in ruil voor een verhoging van de sociale uitgaven. In dat geval kan de begrotingskoers tegen de jaarwisseling positiever worden en een zachte landing mogelijk maken, geholpen door een Fed die de rente methodisch verlaagt.

SCENARIO 3 & 4: VERDEELDE REGERING



“
Kevin
THOZET



BELEGGINGSIMPLICATIES

Verdeelde regeringen zijn synoniem geweest met getemperde volatiliteit en gunstige marktresultaten. Dit impliceert een budgettair compromis dat leidt tot een positieve overheidsimpuls, dus niets opwindends maar ook niets dramatisch. En het zou waarschijnlijk voorkomen dat de meest 'ontwrichtende' maatregelen van de kandidaten worden uitgevoerd. Uiteindelijk verkiezen de markten stabiliteit in een impasse boven beleidsonzekerheid.

Als Trump president wordt, zal hij waarschijnlijk een aantal van zijn meest inflatoire maatregelen doorvoeren via decreten, maar zonder volledige controle over de twee huizen, is er maar een beperkt potentieel voor groeibevorderend beleid. Het risico voor de markten is echter een periode waarin de negatieve combinatie van hogere prijzen en lagere groei ('stagflatie') het eerst tot uiting komt in de beurskoersen.

Toch kan, ongeacht wie het presidentschap wint, de verhoogde kans op een hernieuwde patstelling contra-intuïtief leiden tot een positief marktklimaat, omdat het zou leiden tot een verdere liquiditeitsinjectie in het systeem waarbij de Amerikaanse schatkist (opnieuw) zijn rekening bij de Fed leegrooft. Gezien de moeilijkheid van een demissionaire regering om belangrijke budgettaire steunmaatregelen te nemen, zou de Fed het zwaarste werk moeten doen, terwijl ze zich geen zorgen hoeft te maken over de inflatiedruk.

Wat sectoren betreft, zullen de groeiaandelen profiteren die minder (of in sommige gevallen, niet) afhankelijk zijn van de economische cyclus. Terwijl sectoren die meer afhankelijk zijn van overheidsuitgaven of regelgeving, zoals groene sectoren, en sectoren die leunen op consumentenvertrouwen en -uitgaven, zoals financiële diensten, achterblijven. Een uitzondering is mogelijk infrastructuur, want die sector kan profiteren van steun uit het midden en van beide partijen.

DISCLAIMER

RECLAME. Raadpleeg het document KID/prospectus voordat u een beleggingsbeslissing neemt. Dit document is bestemd voor professionele cliënten.

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.