



## 2017: Pas op met wat je wenst

Januari 2017



Auteur(s)  
Didier Saint-Georges

Lengte  
6 minuten leestijd

*Enkel voor professionele beleggers.*

*Dit document is niet bestemd voor Belgische privé-beleggers.*

Zoals we de afgelopen maand hadden vermeld (" [De wind steekt weer op](#)", december 2016), is in de loop van het jaar de wereldwijde conjunctuurcyclus, die in het eerste kwartaal van 2016 zijn dieptepunt had bereikt, weer aangetrokken en kreeg deze onlangs in november een extra zet doordat Donald Trump onverwacht tot president van de Verenigde Staten werd gekozen. Het jaar 2017 begint dus onder dit gesternte, dat vooralsnog de aanhoudende stijging op de door cyclische waarden aangejaagde aandelenmarkten rechtvaardigt. In plaats van te vrezen voor een zoveelste teleurstelling over de groei of ons te richten op de vele, al zo vaak aangehaalde politieke risico's in Europa, is het wellicht goed ons dit keer te verdiepen in de cruciale vraag wat de gevolgen van deze conjunctuurversnelling zijn. De huidige economische opleving heeft namelijk twee belangrijke consequenties die we al eerder ter sprake brachten: een aantrekkende inflatie, eveneens cyclisch van aard, en een stijgende dollar.

### Wat zijn de gevolgen van deze conjunctuurversnelling?

Doordat de markten gefocust zijn op een aanhoudende verbetering van de economische vooruitzichten, zouden ze bijna vergeten stil te staan bij de gevolgen ervan voor de kwetsbare obligatiemarkten, wat weer zijn weerslag heeft op de waarderingen op de aandelenmarkten. Dat zou bijzonder onvoorzichtig zijn.

#### De door het Trump-effect gestimuleerde conjunctuurcyclus

We hebben al vaker benadrukt dat marktvoorspellers vooral in de fout gaan omdat ze structurele trends en conjunctuurbewegingen door elkaar halen. Door de duizelingwekkende toename van de wereldwijde schuldenlast en het publieke en private investeringstekort dat al 8 jaar aanhoudt, blijven de potentiële wereldwijde groei en de langetermijninflatie zwak. Dit structurele gegeven vormt echter geenszins een belemmering voor het optreden van cyclische schommelingen. Het tegendeel is zelfs het geval: doordat de speelruimte van overheden en centrale banken kleiner is geworden, zijn ze minder goed in staat om cyclische schommelingen op te vangen of bij te sturen, waardoor er grotere uitschieters kunnen optreden. Waarschijnlijk bevinden we ons nu in een dergelijke fase.

Zoals we in november al aangaven dient de verkiezing van Donald Trump als een aanjager van de cyclus te worden beschouwd. We zien namelijk al dat de Amerikaanse economie op het punt staat verder aan te trekken. De indicator voor het consumentenvertrouwen bevindt zich op het hoogste niveau sinds 2007, ver boven de verwachtingen van de meeste analisten. Ook de bedrijven hebben gunstig gereageerd op de verkiezingsuitslag. Volgens de eerste cijfers van na de verkiezingen vertonen de bestellingen van productiegoederen voor het eerst sinds 2015 weer een positieve groei (+1,8% in november). Bovendien is de economische opleving vrijwel van wereldwijde aard. Zo zet de industriële productie in Japan zijn cyclische herstel voort en bedroeg de groei er in november 2,9%, de hoogste sinds 30 maanden. In Europa blijft de industriële productie licht stijgen, maar de IFO-index van het zakenklimaat in Duitsland zit in de lift en heeft inmiddels het niveau van begin 2014 bereikt. De Nederlandse verbetering is dus tastbaar, en was dat al voordat de door Trump beloofde fiscale stimuleringsmaatregelen hun intrede deden. Daarom is het goed mogelijk dat de in het eerste kwartaal van 2016 ingezette sectorrotatie op de aandelenmarkten zal aanhouden.

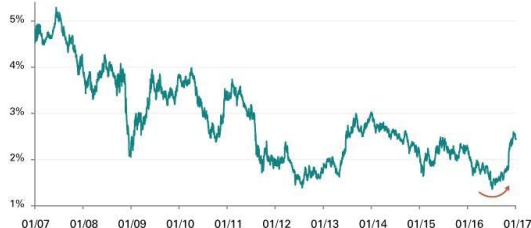


## Terugkeer van de cyclische inflatie

Het eerste bijeffect van deze ommekeer van de wereldwijde economische trend, die nu bijna een jaar geleden is ingezet, is het geleidelijk aantrekken van de inflatie. De economische vertraging die hieraan voorafging liep gelijk op met de stijging van de dollar van halverwege 2014 tot 2015 en ging gepaard met een forse daling van de grondstoffenkoersen en het ineenstorten van de oliekoersen. Dit werd nog tijdelijk versterkt door een structurele deflatoire trend. Inmiddels heeft er een ommekeer in de cyclus plaatsgevonden: de pas op de plaats van de dollar zorgde ervoor dat de oliekoersen zich weer kon herstellen en dat de economie in 2016 weer kon aantrekken. Deze conjuncturele verbetering gaat dus gepaard met tekenen van terugkerende inflatie, die bijzonder laag was.

Volgens ons zou de nominale inflatie in de Verenigde Staten in de eerste helft van 2017 makkelijk boven de 2,5% uit kunnen komen, en nog zonder rekening te houden met de hogere loondruk die hier het gevolg van zou kunnen zijn. In China is de stijging van de productieprijs op jaarbasis de afgelopen twaalf maanden toegenomen van -6% tot +3%. In de eurozone is deze gestegen van -4% in april 2016 naar 0% aan het einde van het jaar. Hoewel dit nog geen inflatie is, is ook in Europa het basiseffect dus aanzienlijk; juiste deze trendomslag is belangrijk voor de markten. Hierdoor zouden ook de consumentenprijzen met enige vertraging weer moeten gaan stijgen. In Japan blijft het inflatiepeil zeer laag. Maar na constant te zijn gedaald sinds medio 2014 (vorig jaar zelfs tot onder de nulgrens) begon de inflatie in het vierde kwartaal van 2016 eindelijk weer aan te trekken.

10-JAARSRENTE V.S.



## De obligatiemarkten in het voorste gelid

Het uiterst verruimende beleid waar de grote centrale banken aan vasthielden, heeft er voor gezorgd dat de obligatiemarkten zich tot nu toe nog niet aan de teruggekeerde inflatoire druk hebben aangepast. De rente op Duitse staatsobligaties ligt rond de 0,30%, nauwelijks hoger dan begin 2015. Zelfs de rente op Amerikaanse staatsleningen blijft na de recente stijging onder het niveau van halverwege 2014. Door deze conjuncturele opleving en de teruggekeerde inflatie zou de komende maanden het vertrouwen van de markten in de vastberadenheid van de centrale banken om de rente in de buurt van de ondergrens te handhaven, flink op de proef kunnen worden gesteld. Dit is het grote marktrisico waar we in 2017 op voorbereid moeten zijn.

## De sterke dollar, het tweede gevolg van Trump's programma

Zoals we afgelopen december schreven, "moet de versnelling van de kapitaalstromen naar de Verenigde Staten worden beschouwd als een potentieel zeer krachtig voordeel voor de dollar." Het zou overdreven zijn een parallel te trekken met de hausse van de dollar na de verkiezing van Reagan in 1980. De omstandigheden waren zeer verschillend. Het is echter goed om even stil te staan bij een recentere gebeurtenis: de inwerkingtreding van de Homeland Investment Act, die in 2004 onder George W. Bush is aangenomen. Dit betrof een fiscale stimulans voor het terughalen van buitenlandse investeringen die in 2005 tot een kapitaalinstroom van 300 miljard dollar leidde. Hoewel een groot gedeelte van het teruggehaalde kapitaal al in dollar luidde, leidde dit op jaarbasis tot een stijging van de dollar van 15%. Na de recente stijging is het heel goed mogelijk dat de dollar een pas op de plaats gaat maken. Maar de geleidelijke verkrapping van het monetaire beleid van de Fed en de verlaging van het tekort op de lopende rekening in de VS zouden de dollar, vooral ten opzicht van het Britse pond en de yen, weer omhoog kunnen stuw.

Gezien de kwetsbaarheid van de obligatiemarkten zou het cyclische herstel zijn eigen tegengif kunnen generen

## De goednieuws-paradox

Het is heel goed mogelijk dat het Congres het radicale stimuleringsprogramma van Donald Trump grotendeels zal afzwakken. Ook valt niet uit te sluiten dat zijn protectionistische voornemens nadelig zullen uitpakken voor de wereldhandel. En wat Europa betreft is het toenemende politieke risico een directe bron van onzekerheid. Paradoxaal genoeg zijn de markten dermate gefocaliseerd op deze risico's dat ze de essentie mogelijk over het hoofd zien: de economische opleving vindt op wereldwijde schaal plaats en is niet alleen aan het Trump-effect toe te schrijven. Dit verklaart de situatie op de aandelenmarkten van de afgelopen drie maanden. Deze is echter volstrekt cyclisch en doordat de centrale banken de inflatie jarenlang kunstmatig op het laagste punt hebben gehouden, zou de stijging van de aandelenmarkten in de loop van het jaar zijn eigen tegengif kunnen generen. Een forse toename van de spanning op de obligatiemarkten zou een verharding betekenen van de financieringsvoorwaarden voor de Amerikaanse economie, en des te meer als deze vergezeld gaat van een stijgende dollar, juist op het moment dat de economische opleving zijn eerste uitlaatingsverschijnselen zou beginnen te vertonen. Dan zouden de aandelenmarkten, na in de eerste instantie verder te hebben geprofiteerd van de huidige conjuncturele opleving, worden geconfronteerd met de problemen van de andere activaklassen ondervinden als ze zich moeten aanpassen aan de nieuwe omstandigheden.

Nu de macht van de centrale banken tanende is, is de conjunctuur weer de belangrijkste aanjager van de markten geworden. Dit vraagt om een snel politiek heroverleg. Met deze vooruitzichten wensen wij u een dynamisch en voorspoedig nieuwjaar.



## Beleggingsstrategie

### Aandelen

De aandelenmarkten hebben een mooie eindejaarsrally doorgemaakt en we hebben dus de blootstelling in de buurt van het maximumniveau gehandhaafd. De opkomende markten (EM) zijn over de hele lijn gestabiliseerd, met niettemin forse verschillen tussen de verschillende landen. Vooral de olie-exporterende landen hebben, dankzij de opvering van de olieprijs met meer dan 10% in de loop van de maand, goed gepresteerd. Deze stijging is toe te schrijven aan de verbeterde fundamentals die we in de loop van het jaar al signaleerden, zoals de stijgende vraag en de productiebeperking door de niet-OPEC-landen, maar ook aan het door de OPEC-leden gesloten akkoord om de productie te beperken. De impact van dit besluit wordt verhoogd door de stilzwijgende samenwerking, in de vorm van productiebeperking, van olieproducerende landen die geen OPEC-lid zijn. In dit voor oliemaatschappijen gunstige klimaat hebben we onze selectie van Amerikaanse energieaandelen verder uitgebreid door aan het begin van de maand Hess Corporation aan de portefeuille toe te voegen.

Niettemin waren het de Japanse en vooral Europese markten die in december de beste prestaties hebben neergezet, met name de aandelen van banken en oliemaatschappijen. Met de aankoop van een positie in Nomura Holdings hebben we de opbouw van een selectie Japanse financiële waarden in de loop van de maand afgerond. Om op tactische wijze te kunnen profiteren van de rally die de bankaandelen van de eurozone doormaken, hebben we onze long-positie op bankindex-futures behouden.

De portefeuilleopbouw blijft van essentieel belang om op evenwichtige wijze rendement te genereren en op de gespannen markten het risico te beheren.

### Obligaties

De opwaartse trend van Amerikaanse staatsobligaties met een looptijd van 10 jaar stagneerde in december en ze sloten het jaar af op 2,5%. Opmerkelijk deze maand was de daling van de rente op Europese staatsobligaties en van enkele EM-landen, zoals Brazilië. We hebben hiervan vooral geprofiteerd via onze posities in Italiaanse en Braziliaanse staatsobligaties. De verruiming van de creditspreads in Europa was ook gunstig voor onze posities in obligaties van financiële instellingen.

Onze obligatiestrategie is in de loop van de maand vrijwel onveranderd gebleven: we hebben het risico verder verlaagd en onze selectieve positionering op Europese bedrijfsobligaties en op EM-staatsobligaties in lokale valuta (afgedekt tegen valutarisico) gehandhaafd. Ten slotte hebben we onze long-posities op Amerikaanse staatsobligaties aangehouden, ondanks het samenvallen van de break-eveninflatie en de reële inflatie in Verenigde Staten, wat het stijgingspotentieel van Amerikaans staatspapier op korte termijn beperkt.

### Valuta's

De dollar zette in december de stijgende trend van de twee voorafgaande maanden voort, maar het momentum is aan het afzakken. Marktdeelnemers vragen zich nu openlijk af hoe de Amerikaanse beleidsmakers zullen reageren op de gelijktijdige verkrapping van het monetaire beleid en stijging van de rente. Onze valutastrategie blijft niettemin een voorkeur houden voor de dollar en - in mindere mate - de euro, als vluchtvaluta's.

EM-valuta's blijven namelijk erg volatiel, hoewel valuta's met een sterke correlatie met de oliekoers, zoals de roebel, in de loop van het kwartaal konden opveren dankzij het herstel van de olieprijs. De yen blijft dalen doordat de Japanse centrale bank met haar toezegging de 10-jarige rente in de buurt van de 0% te willen houden voor voorspelbaarheid heeft gezorgd, met als gevolg dat de weer in gang gezette carry-strategieën de munt verder onder druk zetten. Daarom handhaven we onze afdeckingsposities op de yen.

### 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 noch geheel noch gedeeltelijk worden gereproduceerd zonder voorafgaande toestemming.