



De bliksemafleider-strategie

September 2017



Auteur(s)
Didier Saint-Georges

Lengte
6 minuten leestijd

Enkel voor professionele beleggers...

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

In de zomer van 2017 waren er geen noemenswaardige externe schokken die de stabiliteit van de financiële markten op de proef stelden. Geen financiële crisis, geen militaire invasie (alleen wat provocaties van Noord-Korea), een over het algemeen rustig economisch klimaat, en als sluitstuk de vergadering van de centrale bankiers. Het belangrijkste resultaat van hun befaamde bijeenkomst van augustus in Jackson Hole was een georkestreerde stilte over de monetaire beleidsvraagstukken. Alles bij elkaar waren er geen vermeldenswaardige gebeurtenissen.

In juli en augustus daalde de EuroStoxx met 1%, steeg de S&P 500 met 1,8% en ging de aandelenindex MSCI World met 2,3% omhoog dankzij de sterke prestaties van de opkomende landen. Niettemin zijn onder het oppervlak van deze rustige periode de tektonische bewegingen van de wereldeconomie gewoon doorgegaan. (zie Carmignac's note van juli "[Irrationele overmaat?](#)"). Dit blijkt uit twee belangrijke factoren: het tempo van de begin dit jaar ingezette daling van de dollar is omhooggegaan, met name tegenover de euro (de eenheidsmunt is deze zomer 5% gestegen tegenover de dollar), en de risicovrije obligaties zijn opnieuw gedaald. Een goed begrip van deze twee verschijnselen is van groot belang, omdat beide ontwikkelingen de bezorgdheid onder beleggers hebben geabsorbeerd door de bliksemafleider te fungeren, waardoor de aandelen- en kredietmarkten vooralsnog profiteren van de goede bedrijfsresultaten en daarbij de hoge waarderingen van het nemen.

De situatie op de obligatiemarkt wordt steeds onhoudbaar

De Europese Centrale Bank kan dit monetaire-noodbeleid niet lang meer rechtvaardigen

Sinds het begin van het jaar is het contrast tussen de vooruitgang van de wereldeconomie, voor in Europa, en de ontwikkeling van de rente zeer opvallend.

Ten gevolge van de politieke onzekerheid over de uitkomst van de Franse presidentsverkiezingen, het aarzelande karakter van de Europese economie (ingedeeld veroorzaakt door dat politieke risico) en de maandelijkse opkopen door de ECB, ontstond er in de eerste maanden van het jaar een uitzonderlijk hoge premie op Duits schatkistpapier. Het rendement op jaarbasis was met 0,20% à 0,50% al uitzonderlijk laag, zelfs bij een inflatie die hardnekkig rond de 2% bleef hangen. In 2017 kwam nog bij dat deze situatie nog enkele maanden kon aanhouden doordat de omstandigheden ongewijzigd bleven. Sinds deze zomer is het klimaat aan het omslaan.

Op het politieke vlak heeft Angela Merkel haar voorsprong in de peilingen voor de algemene verkiezingen in september inmiddels geparadiseerd, waardoor het perspectief van een nieuwe Europese dynamiek, aangejaagd door een versterkte Frans-Duitse as, alleen maar waarschijnlijker wordt. Een van de potentiële tegenstrijden van deze politieke impuls is Italië, ondanks de recente oprispingen van de bejaarde Berlusconi in de media. Het land heeft de terugkerende afwijking van de hervormingsplannen van Matteo Renzi tijdens het referendum van december 2016 geleidelijk aan verwerkt: de Italiaanse vertrouwensindex van de bedrijven is in augustus tot het hoogste punt sinds 2008 gestegen.

Wat de economie betreft, lijkt de hele eurozone inmiddels de verbetering van de voorlopende indicatoren van begin dit jaar te bevestigen: de retailindex is in augustus sinds april met bijna 2% gestegen, terwijl deze gedurende de afgelopen 18 maanden was gedaald. Hetzelfde geldt voor de industriële productie. Hoewel de Europese economische prestaties in absolute zin bescheiden blijven en de inflatie onder de officiële doelstellingen blijft, kan de Europese Centrale Bank de voortzetting van dit monetaire-noodbeleid dan ook niet lang meer rechtvaardigen. Het lijkt ons onvermijdelijk dat de ECB binnenkort een verlaging van het activa-inkoopprogramma zal aankondigen, te meer daar de voorraad van in aanmerking komende activa snel droogt (dit geldt met name voor de Duitse staatsobligaties). Volgens onze schattingen zou het "normale" rendement van Duits schatkistpapier momenteel rond de 1% moeten liggen, iets dat de markten nog absoluut niet hebben ingeprijsd. De komende maanden zal Mario Draghi deze realiteit waarschijnlijk onder ogen moeten zien. Dit is een van de grootste marktrisico's en het dient op zeer actieve wijze te worden beheerd. Ook het effect ervan op andere activaklassen moet worden afgedekt.

De sterke positie van de euro is terecht en van duurzame aard

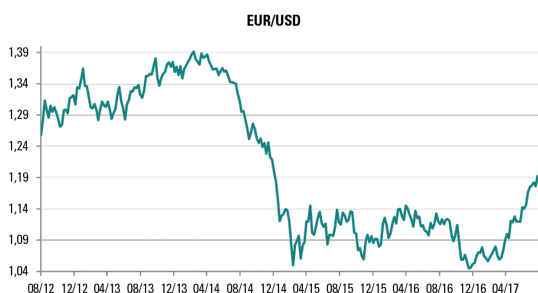
De ontwikkeling van de Amerikaanse, Europese en Chinese valuta's zijn de eerste voorbodes van een ingrijpende verandering van hun status

De euro profiteert van het feit dat de valuta zich op een kruispunt bevindt van meerdere onderliggende trends, zowel van economische als politieke aard. In de eerste plaats begint de conjunctuurcyclus in de Verenigde Staten tekenen van vermoeidheid te vertonen, net nu de economische vooruitzichten in Europa eindelijk verbeteren. De voorlopende PMI-index van de Amerikaanse industriële productie is sinds begin dit jaar gedaald en hoewel de consumptie nog steeds op pijl blijft, leidt dit tot een sterke daling van de spaarrente voor consumenten (van 5,4% naar 3,6% in een jaar) en een recordhoogte van de kredietverlening aan consumenten, waardoor de banken beginnen te overwegen om hun voorwaarden voor kredietverstrekking aan te scherpen.

In dat opzicht is het logisch dat de ontwikkeling van de euro-dollarkoers in 2017 het spiegelbeeld vormt van die van 2014, toen de economische vooruitzichten in de Verenigde Staten veel beter waren dan in de eurozone. Bovendien is het inmiddels duidelijk dat, nu de populistische hersenspinsels van Donald Trump aan de werkelijkheid zijn getoetst, de hoop van de markt op ingrijpende fiscale hervormingen de kop is ingedrukt. Het door de Republikeinen gedomineerde congres zal in de tweede helft van 2018 hoogstens een begroting goedkeuren waarin enkele, weliswaar welkome belastingverlagingen zijn verwerkt, maar die absoluut niet toereikend zijn om de vertraging van de conjunctuur te keren.

Op een fundamenteel vlak is Donald Trump tegen wil en dank bezig de geopolitieke goodwill van de Verenigde Staten in de overige grote regio's op duurzame wijze te beschadigen. Door zich terug te trekken uit de Trans-Pacifische partnerschapsovereenkomst (PTP-akkoord), door twijfel te zaaien over het Amerikaanse nucleaire schild voor de Europese NAVO-landen, door bij strategische beslissingen te improviseren en tegenstrijdige uitspraken te doen, zijn de Verenigde Staten bezig hun mondiale leiderschap uit te hollen, waardoor Europa en China de ruimte krijgen om hun invloed uit te breiden. De respectieve ontwikkelingen van de Amerikaanse, Europese en Chinese valuta's vormen de eerste aanwijzing van een ommekeer in de verhoudingen.

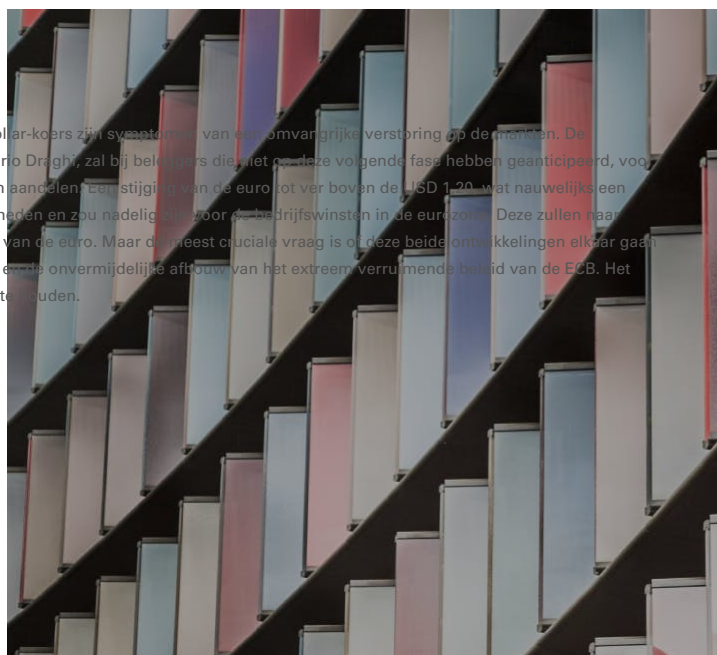
De goudkoers bijvoorbeeld, de ultieme reservevaluta, profiteert sinds begin dit jaar ook van dit verschijnsel. Beleggers doen er inmiddels verstandig aan de structurele blootstelling van hun portefeuille aan de dollar te herzien.



Bron: Bloomberg, 28/08/2017

De koersafwijkingen tussen staatsobligaties en de paradigmaverschuiving van de eurodollar-koers zijn symptomen van een omvangrijke verstoring op de markten. De normalisering van de obligatierente, dat niet veel langer genegeerd kan worden door Mario Draghi, zal bij beleggers die niet op deze volgende fase hebben geanticipeerd, voor problemen gaan zorgen. Dit zal automatisch zijn weerslag hebben op de risicopremie van aandelen. Een stijging van de euro tot ver boven de USD 1,20 - wat nauwelijks een afspiegeling zou vormen van de theoretische koopkrachtpariteit, behoort tot de mogelijkheden en zou nadelig zijn voor de bedrijfswinsten in de eurozone. Deze zullen naar verwachting met 5% tot 8% neerwaarts moeten worden bijgesteld voor elke 10% stijging van de euro. Maar de meest cruciale vraag is of deze beide ontwikkelingen elkaar gaan aanvullen: een sterke euro die tot strengere financiële voorwaarden in de eurozone leidt, en de onvermijdelijke afbouw van het extreem verruimende beleid van de ECB. Het bestaan van bliksemafleiders betekent niet dat we de barometer niet in de gaten hoeven te houden.

Bron: Bloomberg, 31/08/2017



Beleggingsstrategie

Aandelen

Na in juli pas op de plaats te hebben gemaakt, is in augustus de volatiliteit op de aandelenmarkten ten gevolge van oplopende geopolitieke spanningen weer toegenomen. De Amerikaanse aandelenmarkten kregen in de loop van de maand een substantiële correctie te verwerken, terwijl de opkomende markten goed standhielden en de maand met een stijging afsloten. Vooral Brazilië presteerde goed met een stijging van meer dan 5%.

De politieke instabiliteit in de Verenigde Staten leidt tot twijfel over de capaciteit van president Trump om een investeringsprogramma voor infrastructuur en belastingverlagingen door te voeren die de dalende conjunctuur kunnen keren. Dit is voor ons aanleiding om de wegging van conjunctuurgevoelige aandelen in onze aandelenstrategie geleidelijk terug te brengen.

Daarom hebben we onze posities in Amerikaanse luchtvaartmaatschappijen teruggebracht, onze posities in Japanse financiële waarden afgesloten en op een groot deel van onze Europese bankwaarden winst genomen. Deze verkopen hebben zonder herbelegging plaatsgevonden, waardoor de aandelenblootstelling van onze algemene strategie licht is gedaald.

Obligaties

Hoewel de kredietmarges tijdens de zomer over het algemeen stabiel zijn gebleven, is het rendement op schatkistpapier van kernlanden gedaald ten opzichte van de piek in juni. Dit geldt vooral voor Duitse staatsobligaties, waarvan de waardering steeds minder overeenkomt met de fundamentals.

In deze context is onze obligatiestrategie grotendeels ongewijzigd gebleven. We blijven op selectieve wijze naar rendement zoeken in bepaalde segmenten, zoals schuld papier in lokale valuta's (vooral Braziliaans en Russisch) en Italiaanse staatsobligaties (waarvan de spread ten opzichte van Duitse staatsobligaties in het eerste halfjaar van 2017 op het hoogste punt van de afgelopen drie jaar stond). We blijven overigens waakzaam wat de liquiditeit van onze bedrijfsobligaties betreft, waarvan we de wegging van kwaliteitsemissies en korte looptijden hebben verhoogd.

Zo bereiden we ons voor op de weerslag die de geleidelijke normalisering van het monetaire beleid van de ECB zou kunnen hebben. Het lage inflatieniveau leidt tot zelfgenoegzaamheid onder beleggers over de voortzetting van het soepele monetaire beleid, terwijl in de hele wereld de centrale banken juist steeds meer gedwongen zullen zijn dit te normaliseren. Ten slotte handhaven we onze short-posities op Duits schatkistpapier om ons in te dekken tegen de schok die een plotselinge stijging van de Duitse rente zou kunnen veroorzaken.

Valuta's

De sinds het einde van het eerste kwartaal ononderbroken stijging van de euro, hield in augustus aan. Deze ontwikkeling is vooral toe te schrijven aan de zwakte van de Amerikaanse dollar, waarvan de status van veilige haven begint af te nemen, zoals blijkt uit de versnelde stijging van de euro tijdens de toenemende geopolitieke spanningen in verband met Noord-Korea.

Onze valutastrategie bleef logischerwijze dus op de eenheidsmunt gericht, waarbij we onze short-positie op het Britse pond behielden. Deze leverde in juli en augustus dankzij de versnelde daling van de Britse munt een forse bijdrage aan het rendement van het valutagedeelte van het fonds.

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.