



De lijdensweg van de Cassandra's

December 2017



Auteur(s)
Didier Saint-Georges

Lengte
7 minuten leestijd

Enkel voor professionele beleggers.

Dit document is niet bestemd voor Belgische privé-beleggers.

Precies een jaar geleden stelden wij een wereldwijd economisch herstel in het vooruitzicht (Carmignac's Note van december 2016 [-De wind steekt weer op](#)). Dat stemde ons optimistisch ten aanzien van de aandelenmarkten, maar tegelijk vermoedden we dat de combinatie van een eerste verkrapping van het monetaire beleid door de Amerikaanse centrale bank en een economische opleving in 2017 de obligatiemarkten zou doen dalen. Dat is niet gebeurd. De conjunctuur herstelde inderdaad, zelfs nog sterker dan wij verwachtten, en dat herstel breidde zich uit naar de hele wereld (alle 35 OESO-landen maken momenteel een expansiefase door). Maar ondanks die onweerlegbare opleving gaven de obligatiemarkten geen krimp. Een veelzeggend voorbeeld is de rente op Duitse staatsobligaties. Die ligt vandaag precies even hoog als op 1 december 2016, slechts 0,36%, terwijl de groei van de Duitse economie op jaarbasis gestegen is van 1,8% naar 2,8%, de voornaamste politieke risico's in de eurozone van de baan zijn en de ECB heeft bevestigd dat ze haar aankoopprogramma vanaf januari 2018 terugschroeft van 60 naar 30 miljard euro per maand.

Door het nog altijd soepele beleid van de centrale banken, dat de groei van de wereldeconomie stimuleert zonder dat de inflatie opleeft, ligt het vertrouwen van de beleggers op een ongekend hoog peil. Tegen die achtergrond bleek het louter volgen van een index ook dit jaar weer de beste strategie, zeker in combinatie met een hefboomeffect, terwijl een doordacht beheer van de marktrisico's verspilde moeite was. De lijdensweg van de Cassandra's duurt voort. Toch mogen we niet uit het oog verliezen dat in de Griekse mythologie het probleem niet de voorspellingen van Cassandra waren, die helaas maar al te juist bleken, maar wel dat ze, tot ze uitkwamen, niet werden geloofd en niemand zich erop voorbereidde.

De uitdaging voor 2018 blijft om in te schatten wat er met het huidige ideale marktklimaat zal gebeuren naarmate de economische cyclus vordert en de centrale banken actief werk beginnen te maken van de normalisering van het monetaire beleid.

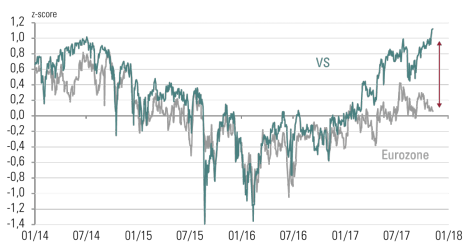


Europa van doem- naar droomscenario

Terwijl kort na het Brexitreferendum in juni 2016 bij beleggers het pessimisme over de toekomst van het Europese project een hoogtepunt bereikte, begon in de eurozone de conjunctuur eigenlijk net aan te trekken. Geruggensteund door gunstige verkiezingsuitslagen in Frankrijk en Nederland zette de Euro Stoxx-index een stijging in. De afgelopen twaalf maanden klom de index 17% hoger, wat voor wie in Amerikaanse dollar belegt nog met 14% werd aangedikt dankzij de stijging van de euro. De voornaamste politieke risico's die er vandaag nog overblijven houden verband met de vraag hoe snel de hervormingsinspanningen in Frankrijk zullen vorderen, hoe Europagezind de nieuwe Duitse regering zal zijn en hoe de binnenlandse politieke problemen in Spanje en Italië zich gaan ontwikkelen. Het systeemrisico is verdampd: het pleidooi om uit de euro te stappen, is verstomd.

Die economische opleving in Europa in succes vertalen op de beurs zal in 2018 echter moeilijker blijken. De grote Europese groepen halen immers een groot deel van hun inkomsten in de rest van de wereld. Daardoor profiteren ze minder van het Europese herstel en lijden hun resultaten onder een duurere euro (zie hierna). De koersen van small- en midcaps, die veel gevoeliger zijn voor de aantrekkende economie in de eurozone, zijn daarentegen de afgelopen vijf jaar gemiddeld verdubbeld (en tweemaal sterker gestegen dan de Euro Stoxx). Tot slot is het afwachten wat de concrete gevolgen zullen zijn voor de rente en dus voor de waardering van de markten als geheel wanneer de Europese Centrale Bank begin volgend jaar daadwerkelijk haar obligatieaankopen gaat afbouwen.

FINANCIËLE VOORWAARDEN IN DE EUROZONE EN DE VERENIGDE STATEN



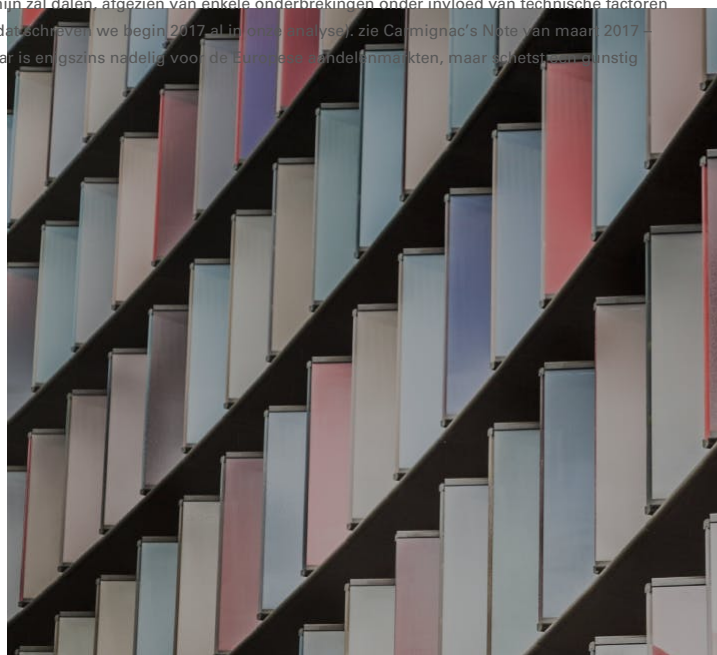
Bron: Bloomberg, Kepler Cheuvreux

De Verenigde Staten van hoop naar werkelijkheid

Wij blijven van mening dat de Amerikaanse dollar op lange termijn zal dalen

We moeten erkennen dat Donald Trump, door de hoop op een verregaande belastinghervorming levend te houden, het vertrouwen van consumenten en ondernemers sterker heeft kunnen aanwakkeren dan wij hadden verwacht. Voor de VS zal het echter nog moeilijker worden dan voor Europa om het droomscenario nog lang overeind te houden. De belastinghervorming zal waarschijnlijk wel in zekere mate worden doorgevoerd, maar deze is minstens al deels in de koersen verrekend. Uiteindelijk zal de conjunctuur weer een bepalende factor worden, en die zal volgens onze ramingen in het voorjaar de eerste concrete tekenen van vertraging beginnen te vertonen. Het kan tegenstrijdig lijken, maar dat betekent niet dat de Amerikaanse aandelenmarkt in relatieve termen zal achterblijven. Die markt telt immers de meeste grote groei-bedrijven met voorspelbare resultaten (Europa heeft nog geen ondernemingen van het kaliber van Google, Apple, Facebook of Amazon). Deze zullen weer hun rol van defensieve belegging vervullen als de economie gaat vertragen. Bovendien zullen beleggers er tegen die achtergrond van uitgaan dat de normalisering van het monetaire beleid in de VS uiterst voorzichtig zal worden uitgevoerd.

Het risico schuilt dan ook eerder in de munt, aangezien de Fed als de economische cijfers tegenvallen wellicht moeten afzien van haar plannen om haar balans af te bouwen en de beleidsrente viermaal op te trekken. Ook het vooruitzicht van een sneller olopende staatsschuld indien de huidige belastinghervormingsplannen worden goedgekeurd, kan de dollarkoers onder druk zetten. In dat verband vermelden we tot slot nog dat 2017, ondanks de economische groei, het derde jaar op rij was waarin het Amerikaans begrotingstekort toegenomen is. We blijven dan ook van mening dat de Amerikaanse dollar op lange termijn zal dalen, afgezien van enkele onderbrekingen onder invloed van technische factoren in verband met het renteverschil met Duitsland, dat in het voordeel van de dollar werkt (dat schreven we begin 2017 al in onze analyse, zie Caimignac's Note van maart 2017 – ['Economie en politiek nauw met elkaar verbonden'](#)). Het vooruitzicht van een zwakke dollar is enigszins nadelig voor de Europese aandelenmarkten, maar schetst een gunstig scenario voor beleggingen in aandelen, obligaties en valuta's uit opkomende landen.



De dynamiek van de opkomende markten

Na vijf jaar van ondermaatse beursprestaties zullen de opkomende markten hun positieve trend van de afgelopen twee jaar naar verwachting voortzetten

De forse begrotingsstimuli die de Chinese economie sinds begin 2016 op gang hebben geholpen, worden nu logischerwijze gestaag afgebouwd. De Chinese centrale bank wil uitdrukkelijk de draad weer oppikken van haar inspanningen om het systeemrisico dat de balansen van de financiële instellingen inhouden, terug te dringen (lagere hefboom, strengere regels, toezicht op schaduwbankieren). Het valt dus te verwachten dat de industrie en de bouwactiviteit in China vanaf 2018 licht zal vertragen, wat in de rest van de wereld vooral gevolgen zal hebben voor de vraag naar grondstoffen. Het aandeel van de nieuwe economie in de Chinese bbp-groei zal daarentegen verder stijgen. Tegelijk trekken de fundamentele economische cijfers in de opkomende landen buiten China verder aan (hoogste overschotten op de lopende rekening sinds de crisis van 2008, voorlopende indicatoren van de economische activiteit zoals de samengestelde inkoopmanagersindices op hun hoogste peil sinds 2013). Bijgevolg zullen de opkomende markten na vijf jaar van ondermaatse beursprestaties (van 2010 tot 2015, toen de voorkeur van beleggers uitging naar de ontwikkelde landen dankzij de ingrepen van hun centrale banken) hun positieve trend van de twee afgelopen jaren naar verwachting voortzetten.

In 2018 schuilt het risico voor de markten dan ook niet zozeer in de mondiale economische vooruitzichten, die naar ons idee gunstig zijn. Wij verwachten op dit moment weinig meer dan een lichte vertraging van de conjunctuur in de Verenigde Staten en China, die naar verwachting geleidelijk zal uitdijen naar Japan en Europa. Bovendien zullen de centrale banken, als de inflatie zoals wij verwachten erg laag blijft, zich gematigd kunnen blijven opstellen.

De kwetsbaarheid van de markten ligt elders. Enerzijds in het torenhoge vertrouwen van beleggers (dat tot uiting komt in de historisch lage kredietsspreads en in de uiterst lage volatiliteit en hoge waardering van de markten), waardoor er zeer weinig ruimte voor teleurstellingen is. Anderzijds in de hoge vlucht, die na vele jaren van stijgende markten passief beheerde beleggingen hebben genomen zoals Hedge Funds met een uitgesproken 'momentum'-stijl en een sterke hefboomwerking. ETF's zouden vandaag naar schatting immers tot 70% van het dagelijkse handelsvolume in aandelen uitmaken. Het vermogen onder beheer van kwantitatief beheerde Hedge Funds is ten opzichte van 2009 verdubbeld tot meer dan 400 miljard dollar. Het grootste risico voor de markten is dat een kleine afwijking van het ideale scenario waar beleggers van uitgaan, een bruuske beweging van 'automatische' winstneming op gang brengt.

2018 dient zich dus aan als een jaar waarin het rendement waarschijnlijk in sterkere mate zal afhangen van de onderliggende economische factoren, al zullen we ons erbij moeten neerleggen dat de volatiliteit ook hoger kan oplopen dan de markten de laatste tijd gewend zijn.

Bron: Bloomberg, 28/11/2017

Beleggingsstrategie

Aandelen

Onze aandelenstrategie, waarin we de maximaal toegelaten blootstelling bijna hadden bereikt en een overwogen positie in de opkomende markten hadden ingenomen, profiteerde de afgelopen twee maanden van de sterke prestaties van de aandelenmarkten. De sterkste stijging deed zich voor op de opkomende markten en in Japan, terwijl de Europese markten in november een kleine correctie ondergingen en enigszins teleurstelden. Europese bedrijven publiceerden in het algemeen goede resultaten over het derde kwartaal, maar omdat ze hun winstverwachtingen niet optrokken en de vrees voor een te sterke euro opleefde, namen beleggers wat gas terug. Tegen die achtergrond werd het aandeel Altice door de markt wel zeer fors afgestraft. Hoewel we onze positie sinds maart al sterk hadden teruggeschroefd, woog de koersdaling in november toch op het rendement van onze wereldwijde aandelenstrategieën. Nu de economische vooruitzichten naar alle waarschijnlijkheid hun hoogtepunt naderen, besteden wij extra aandacht aan de waarderingen. Zo verkochten we na een indrukwekkend koersverloop onze positie in de Amerikaanse fabrikant van halfgeleiders voor artificiële intelligentie en videospellen Nvidia. We openden daarentegen een positie in Apple, dat zeer aantrekkelijk gewaardeerd is en dankzij het succes van de iPhone X sterke groeivoorzichten biedt. Tot slot maakten we gebruik van de volatiliteit van het aandeel Ryanair om goedkoop een positie te openen in de luchtvaartmaatschappij, die naar verwachting meer marktaandeel zal veroveren op de historische spelers dankzij het concurrentievoordeel dat haar kostenstructuur haar verleent.

Obligaties

De afgelopen twee maanden waren de dalende risicopremies van Italiaanse, Spaanse en Portugese staatsobligaties ten opzichte van de Duitse Bund de belangrijkste rendementsbron van onze obligatiestrategie. We hebben onze blootstelling aan obligaties van de perifere landen opgetrokken via Griekse staatsobligaties. Terwijl de Griekse economie aan de beterende hand is, bieden de obligaties van het land met bijna 5% nog altijd een stevige risicopremie. Door zijn begrotingsdoelstellingen te halen creëert Griekenland immers de mogelijkheid om medio 2018 uit het economisch aanpassingsprogramma te stappen en zich opnieuw op de gebruikelijke wijze te financieren. In onze zoektocht naar aantrekkelijk gewaardeerde obligatiesegmenten zijn wij nog altijd short in Duitse staatsobligaties en long in staatsobligaties van opkomende landen die een aantrekkelijk rendement én solide macro-economische kerncijfers bieden (Brazilië, Mexico, Rusland en Argentinië). Op de bedrijfsobligatiemarkt, tot slot, blijven wij zeer selectief te werk gaan. De recente druk op voornamelijk Europese high-yield-obligaties herinnert ons eraan dat we ons ruim vooraf moeten voorbereiden op de veranderende liquiditeitscontext die ons wacht.

Valuta's

Omdat de euro de afgelopen twee maanden een grillig verloop kende tegenover de Amerikaanse dollar (daling in oktober en opleving in november), hebben we onze blootstelling aan de Europese eenheidsmunt tactisch bijgestuurd. Nadat we in onze valutablootstelling de wegging van de euro en de Amerikaanse dollar aanvankelijk opnieuw in evenwicht hadden gebracht, zetten we in november opnieuw sterk in op de Europese munt. De structurele factoren die de euro duurder maken (en er bovendien toe zullen leiden dat de euro opnieuw aan belang wint in de internationale valutareserves) blijven immers onverminderd van kracht. Daarnaast hebben we ook een positie geopend in de Japanse yen, die dankzij zijn status van veilige haven zou moeten bijdragen aan een verlaging van de totale volatiliteit van onze portefeuilles in de eindejaarsperiode.

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 gedeponeerde 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.

