



Drie overwegingen voor 2018

Januari 2018



Auteur(s)
Didier Saint-Georges

Lengte
7 minuten leestijd

Enkel voor professionele beleggers.

Dit document is niet bestemd voor Belgische privé-beleggers.

De precieze voorspellingen van de marktontwikkelingen zijn van weinig betekenis. Een jaar geleden bijvoorbeeld was de marktconsensus dat de S&P gedurende het jaar 6% zou stijgen, een rendement dat al binnen zes weken was bereikt. In 2008 was de verwachting dat de index gemiddeld met 10% zou stijgen, terwijl deze uiteindelijk 40% is gekelderd. In 2017 werd het beste rendement vaak behaald door beleggers die voor het begin van het jaar een sterke dollar en renteverhogingen verwachtten. Ze waren echter in staat hun mening te herzien, hun analyse te vergeten en mee te surfen op de trends, of ze hadden het geluk dat ze verplicht merendeels in euro waren belegd.

Het opstellen van een hoofdsценario is weliswaar een essentieel uitgangspunt (ons scenario voor 2018 heb ik uiteengezet in Carmignac's Note van afgelopen december "[De kwelling van de onheilsprofeten](#)"), maar moet ingebed zijn in een risicoanalyse, zowel van de positieve als de negatieve factoren, d.w.z. op basis van inzicht in de belangrijkste uitdagingen die bij een grote verstoring een doorslaggevend effect op de markten kunnen hebben, zowel in opwaartse als neerwaartse zin.

Deze analyse van de (potentiële) risico's laat een opportunistische benadering onverlet; 2017 heeft ons geleerd hoe belangrijk dit is. We weten echter sinds jaar en dag dat een risicoanalyse onontbeerlijk is voor een goed rendement in alle fasen van de conjunctuurcyclus.

Deze uitdagingen worden geanalyseerd op drie verschillende, maar onderling samenhangende aspecten: de marktconfiguratie (waarderingen, liquiditeiten, posities, vertrouwen, kapitaalstromen), de economie (groei, inflatie, rente) en de politiek (landen- en geopolitiek risico, postelectorale keurwijzigingen).

Uit de analyse blijkt dat 2018, nog meer dan 2017, in het teken zal staan van factoren die doorslaggevend zullen zijn voor de ontwikkeling van de financiële markten als geheel, waardoor we het nieuwe jaar met open ogen tegemoet zullen moeten treden.



Politiek

Dit aspect is voor de markten over het algemeen niet het belangrijkste, en terecht: de voorspellingen op dit punt zijn nog onzekerder dan op economisch gebied, en dat geldt in nog grotere mate voor hun impact op de markten. De verkiezingsuitslagen in de Verenigde Staten, in Groot-Brittannië en in Europa waarvan nochtans veel afhing, hadden uiteindelijk weinig gevolgen, en beleggers lijken het politieke aspect nu vrijwel volledig te negeren. Deze laconieke houding is wellicht niet helemaal gerechtvaardigd, en wel om drie redenen:

In de eerste plaats worden de financiële en economische gevolgen van politieke gebeurtenissen vaak pas later merkbaar. Het zou dus logisch zijn als de Britse economie de gevolgen van de keuze voor de brexit in 2018 veel meer zal voelen dan in 2017. De daling van het Britse pond waardoor de import duurder wordt, zal de koopkracht van de huishoudens nog verder doen afkalven. Tegelijkertijd zou de tweede fase van de onderhandelingen tussen Groot-Brittannië en de Europese Commissie over de voorwaarden van hun toekomstige handelsrelaties extra onzekerheid met zich meebrengen over de uitkomst ervan en over de toekomst van de regering May, wat de beleggingen in het Verenigd Koninkrijk niet ten goede komt. Een verkrapping van het monetair beleid door de Bank of England om de Britse munt te verdedigen zou de economische vertraging verder verergeren. Onder deze omstandigheden beginnen we het jaar met een short-positie op het Britse pond, die bij een neerwaartse trend gunstig zal uitpakken.

De protectionistische retoriek van Trump toen hij nog presidentskandidaat was, werd in 2017 naar de achtergrond verdrongen, maar zal in 2018 waarschijnlijk hoger op het prioriteitenlijstje staan. In het kader van deze hernieuwde kruistocht, vooral tegen China, is een sterkere dollar een van de mogelijke wapens waarmee de Amerikaanse president gaat zwaaien. We beginnen 2018 dus met een ruime afdekking van het valutarisico op onze in dollar luidende activa. Wanneer een dollarstijging uitblijft, vormt dit een potentiële rendementsaanjager voor onze activa in het opkomende universum, die wij bijgekocht hebben.

De tweede reden dat het politieke risico in 2018 weer toeneemt, is een aantal verkiezingen waar veel van afhangt: zowel in Mexico als in Brazilië zullen de uitslagen bepalend zijn voor de voortzetting van de ingezette hervormingen. Dichter bij huis zijn er de komende weken de regeringsformatie in Duitsland en in maart de Italiaanse parlementsverkiezingen, die de vorig jaar door de Franse president Macron in gang gezette pan-Europese hervormingsdynamiek al dan niet zullen bevestigen. Het is met name zaak de rente op perifere staatsobligaties in de gaten te houden. Bij een gunstige verkiezingsuitslag zal de euro profiteren, die ruimschoots oververtegenwoordigd is in onze portefeuilles.

Het Midden-Oosten gaat momenteel gebukt onder politieke en dus economische instabiliteit, een situatie die we nauwlettend volgen. De geschiedenis toont aan dat regimes die lange tijd autocratisch zijn geweest gaan wankelen wanneer ze met hun rug tegen de muur proberen hun regime licht te versoepelen (een gevaar dat president Xi Jinping in China goed heeft onderkend en zorgvuldig uit de weg gaat). Met onze aandelen in westerse olieproducenten, met name in de Verenigde Staten en in goudbedrijven, dekken we ons in tegen een toename van het politieke risico in deze regio.

Economie

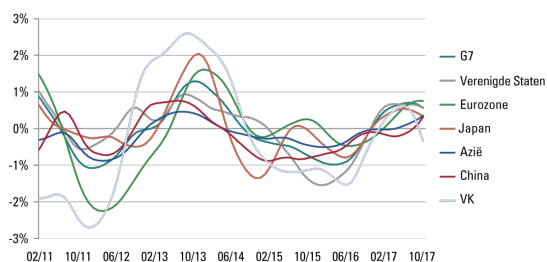
Tegenvallers bij de wereldwijde groei zullen waarschijnlijk gunstig uitpakken voor groeiwaarden, zowel in de Verenigde Staten als in de opkomende landen

Het tempo waarin de wereldeconomie aantrekt, in het verlengde van de industriële opleving die begin 2016 in China is begonnen, was in 2017 dé positieve verrassing: in de Verenigde Staten sloot de door Citibank gepubliceerde economische verrassingsindex het jaar op een ongekend hoog niveau af. In de eurozone bereikte dezelfde index, zij het minder spectaculair, eind november 2017 zijn hoogste niveau sinds 2010.

Het is geen belediging aan het adres van economen te stellen dat deze index, omgekeerd geïnterpreteerd, een vrij betrouwbare indicator vormt voor toekomstige verrassingen: de economische voorspellingen voor 2017 bleken veel te pessimistisch, waardoor ze voor 2018 opwaarts zijn bijgesteld, op een moment dat het vertrouwen, de consumptie en de economische activiteit hoogtepunten bereiken. Hoewel in 2018 de economische activiteit wereldwijd aan zou moeten houden, is het risico op een teleurstelling nu veel groter.

Dit vooruitzicht houdt een zeker risico in voor de aandelenmarkten, met name voor de conjunctuurgevoelige sectoren, die tot nu toe werden gedragen door de Amerikaanse belastinghervormingen en de opvering in Europa. Dit biedt echter ook mogelijkheden, met name in de Verenigde Staten, waar het risico op tegenvallers volgens ons het grootst is: in dit scenario wordt de dollar kwetsbaarder en blijft de rentestijging beperkt, hetgeen zeer gunstig zou zijn voor de waardering van Amerikaanse en EM-groeiwaarden, die ruimschoots aanwezig zijn in onze portefeuilles.

VOORLOPENDE ECONOMISCHE INDICATOREN-OESO



Bron: Carmignac, 31/10/2017



De marktconfiguratie

In 2017 heeft de distorsie van de beurskoersen vermoedelijk zijn hoogtepunt bereikt



Het is een understatement om te zeggen dat de markten sinds bijna 10 jaar een periode van historische groei doormaakten. De kapitalisatie van de aandelenbeurzen is sinds het laagterecord van 2009 wereldwijd verdrievoudigd, en, nog uitzonderlijker, deze performance gaat op de (bedrijfs) obligatiemarkten gepaard met een soortgelijke ontwikkeling. Het is goed om de ironie van deze kettingreactie op de markten te beschouwen: de oorzaak ervan ligt namelijk in het onvermogen van de centrale banken om de inflatie aan te zwengelen, waardoor jarenlange systematische obligatieaankopen door monetaire verruiming automatisch en in weerwil van de economische rationaliteit hebben geleid tot een stijging van alle activaklassen. De steeds grotere impact van passief beheer en algoritmen heeft ons alleen maar verder in de band gewerkt.

In 2017 heeft de distorsie van de beurskoersen vermoedelijk zijn hoogtepunt bereikt; de eindelijk weer aantrekkende economie, waardoor de hausse op de aandelenmarkt versnelde, heeft nog altijd niet geleid tot een wezenlijke correctie op de obligatiemarkten. 2018 zou in dit opzicht een belangrijk keerpunt kunnen vormen. De stroom liquiditeiten die sinds 2009 door de centrale banken worden uitgestort over de markten, zal in 2018 weliswaar niet ineens opdrogen, maar de maandelijkse hoeveelheid zal geleidelijk afnemen tot waarschijnlijk nul aan het einde van het jaar. En de Amerikaanse centrale bank zal voor het eerst de geldkraan iets gaan dichtdraaien. Voor de centrale banken is het in goede banen leiden van deze historische ommekeer zonder plotselinge marktcorrecties te veroorzaken, een ongekende uitdaging. En doordat de meeste traditionele "veilige-havenwaarden" erg duur zijn geworden, zijn beleggers gedwongen de posities actief te beheren door middel van geschikte afdekkingsinstrumenten.

Zoals we in de inleiding al vermeldden, zijn deze drie politieke, economische en technische aspecten weliswaar verschillend, maar vertonen ze ook een onderlinge samenhang. Een plotse opvering van de inflatiedruk zou de centrale banken ertoe aanzetten de verkrapping van hun beleid te versnellen, wat de hoge waarderingen van de obligatiemarkten zou benadrukken. In het omgekeerde geval zou tegenvallende groei of inflatie de geloofwaardigheid van de centrale banken op de proef stellen. Het beleggersvertrouwen, dat wordt weerspiegeld in de waarderingen en in de historisch lage marktvolatiliteit, zal gevoelig zijn voor het beleid van de centrale banken, maar ook voor de politieke omstandigheden. De markten vormen een systeem waarvan de onderdelen door ingrepen van de centrale banken in het verleden ongekende verstoringen hebben ondergaan. Dit hele systeem zal vanaf 2018 op de helling gaan, hetgeen tot volstrekt nieuwe risico's en kansen zal leiden.

Bron: Carmignac, Januari 2018, Bloomberg, 02/01/2018

Beleggingsstrategie

Aandelen

De aandelenmarkten hebben 2017 op fraaie wijze afgesloten, aangejaagd in december door de opkomende markten, met name Brazilië. Door onze hoge blootstellingsniveaus, die bijna het toegestane maximum bedragen en onze overweging van de opkomende markten, konden we van deze ontwikkeling profiteren. Per sector beschouwd konden we door onze evenwichtige allocatie de winstnemingen op bepaalde technologiewaarden absorberen dankzij onze grondstoffenposities (goudmijnen en olieproducenten), die de afgelopen maand flinke stijgingen noteerden. We blijven overigens onze technologieposities spreiden door te zoeken naar nieuwe beleggingsideeën waarmee we profijt kunnen trekken van de zich voltrekkende structurele veranderingen. Zo hebben we tijdens onze laatste studiereis in de Verenigde Staten een positie genomen in Shopify, een online distributie- en winkelplatform voor leveranciers van consumentengoederen.

We hebben ook rekening gehouden met de in de Verenigde Staten goedgekeurde belastinghervormingen om onze blootstelling aan de Amerikaanse financiële sector te verhogen. We hebben ook een positie genomen in Synchrony Financial, een financiële dienstverlener aan particulieren. Nu de conjunctuurencyclus waarschijnlijk zijn piek zal gaan bereiken, beginnen we 2018 met heldere keuzes wat betreft de effectenselectie, maar met een bijzonder evenwichtige en gespreide geografische en sectorallocatie.

Obligaties

De goedkeuring door het Amerikaanse Congres van een omvangrijke belastingverlaging en het besluit van de Fed om de beleidsrente verder te verhogen, waren door de markten al ingeprijsd en leidden niet tot grote veranderingen van de obligatierente. De rente op Amerikaanse en Duitse staatsobligaties, is hierdoor in december met amper 10 bp gedaald. Dankzij de behoudzaamheid van de centrale bankiers en vooral de belofte van Mario Draghi om geduldig en terughoudend te werk te gaan bij de normalisering van het monetair beleid van de eurozone, is het rendement op veilige-havenobligaties in 2017 over de hele linie stabiel gebleven. 2018 zou echter een moeilijker jaar kunnen worden voor de ECB nu de Fed onverstaanbaar verdergaat met de normalisering; daarom behouden we onze short-posities op Duits schatkistpapier.

Door onze spreiding binnen de obligatiesegmenten die aantrekkelijke risicopremies bieden, konden we de uiteenlopende ontwikkelingen absorberen. In de perifere landen van de eurozone hebben we in december geprofiteerd van de forse daling van de rente op Grieks schatkistpapier, terwijl de rente op Italiaans schatkistpapier is gestegen. Wat EM-schuld papier betreft, zijn onze posities in Brazilië in december verder gestegen, terwijl onze Mexicaanse posities te lijden hadden van het geopolitieke klimaat.

Valuta's

De euro sloot 2017 goed af met een stijging tegenover de dollar van 10% over het hele voorbije jaar. Wij zien in de zwakke dollar structurele aspecten, waardoor we onze valutastrategie ongewijzigd laten met een overweging van de EUR. De zwakke dollar heeft de EM-valuta ondersteund, behalve de Mexicaanse peso die te lijden had van het binnenlandse politieke klimaat en de spanning rond de aanpassing van de Noord-Amerikaanse Vrijhandelsovereenkomst (NAFTA). We hebben dit risico tijdens onze laatste reis naar de Verenigde Staten in kaart gebracht en in onze EM-fondsen selectieve afdekkingsposities op de Mexicaanse peso ingenomen. In het valutagedeelte, dat door geopolitieke risico's kan worden getroffen, behouden we in onze wereldwijde fondsen ook onze short-posities op het Britse pond.

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 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.

