



Kop-staartbotsingen

Juli 2018



Auteur(s)
Didier Saint-Georges

Lengte
🕒 6 minuten leestijd

Enkel voor professionele beleggers.

Dit document is niet bestemd voor Belgische privé-beleggers.

Na een aantal jaren het voortouw te hebben genomen bij het in goede banen leiden van de economie in de ontwikkelde wereld en meer nog van de financiële markten, zijn de centrale banken duidelijk bezig deze episode af te sluiten. Dit is met name het geval voor de Amerikaanse centrale bank, die in plaats van liquiditeiten in het systeem te pompen inmiddels begonnen is ze eraan te onttrekken. Hierdoor verzwakken de fundamenten van overvloedige liquiditeit waarop de markten de afgelopen tien jaar zijn gebouwd; deze trendomslag is van zeer grote betekenis voor beleggers. Maar door de afbouw van de monetaire ondersteuning steken er ook twee andere krachten de kop op, die tot voor kort onder een zware laag van uitzonderlijk monetair beleid bedolven waren: de economische cyclus en het overheidsbeleid.

Wat de conjunctuurcyclus betreft, zijn de markten voorsnog gerustgesteld door de nu al twee jaar durende algemene economische opleving, die in de VS dankzij het expansionistische begrotingsbeleid van president Trump wordt verlengd. Deze cyclus begint zijn eerste uitputtingsverschijnselen te vertonen (zie Carmignac's Note van juni 2018 "[Het aftellen is begonnen](#)"). Wat de politiek betreft, heeft de liberale en gemondialiseerde economie van de afgelopen jaren weliswaar tot een stijging van de financiële activa geleid, maar zijn de lonen nauwelijks gestegen. Hierdoor is in de Verenigde Staten, Latijns-Amerika en in Europa een soort protestbeweging ontstaan die de gevestigde economische orde betwist. Het afgelopen jaar hebben we aandacht besteed aan het risico voor beleggers van deze nieuwe politieke fase, hoe legitiem ook, op middellange termijn. (Carmignac's Note van april 2017 "[Langetermijnbeleggers doen er goed aan het populisme te wantrouwen](#)").

Het is de interactie van de monetaire, economische en politieke cyclus die momenteel het belangrijkste risico voor de markten vormt en die zwaarder weegt dan hun kortetermijngerichtheid op alleen de politieke factor.



Bron: Carmignac

Breekt er een handelsoorlog uit?

We moeten Donald Trump niet beschouwen als een Homerische held die door het lot naar een onvermijdelijke oorlog wordt geleid en die pas wordt beslecht met de vernietiging van een van de hoofdrolspelers

De aanval van de Verenigde Staten op het handelsfort van China, samen met het dichtdraaien van de wereldwijde dollarkraan, heeft inmiddels zijn eerste slachtoffers gemaakt. De Chinese beurs heeft sinds begin dit jaar 15% van zijn waarde verloren. Dit heeft zich uitgebreid naar de financiële activa van de opkomende landen en leidde vooral tot een daling van hun valuta's. De economieën die het meest afhankelijk zijn van externe financiering in dollars hebben natuurlijk het meest te lijden gehad. In de eerste plaats Argentinië, waar de gestage maar kwetsbare vooruitgang van het hervormingsprogramma werd weggevaagd door een enorme golf van wantrouwen bij beleggers. Momenteel gaan er binnen de Amerikaanse regering invloedrijke stemmen op die, onder invloed van een ideologische stroming, China zonder omhaal beschouwen als strategische vijand, waarvan de dynamiek tot stilstand moet worden gebracht.

Als de Verenigde Staten daadwerkelijk van plan zijn om onder de dekmantel van invoerrechten te proberen China ervan te weerhouden zijn strategisch plan "Made in China 2025" ten uitvoer te brengen, zal het een lange en destructieve confrontatie worden. De Chinese president Xi Jinping is zeker niet bereid om af te zien van zijn ambitie om China verder te doen stijgen in de wereldwijde industriële waardeketen. Aan het aangekondigde offensief tegen de import van Duitse auto's ligt dezelfde bedoeling ten grondslag; de Europese Unie treedt namelijk eensgezind op tegen de Amerikaanse benadering. Maar is het dan wel zo dat we Donald Trump als een soort Homerische held moeten beschouwen, die door het lot naar een onvermijdelijke oorlog wordt geleid en die pas wordt beslecht met de vernietiging van een van de hoofdrolspelers?

Het is daarentegen ook mogelijk dat de Amerikaanse plannen van pragmatische en politieke aard zijn en van veel kortere duur. De tussentijdse verkiezingen voor het Amerikaanse Congres van 6 november 2018 vormen uiteraard een van de belangrijkste doelstellingen van Donald Trump, aangezien de uitkomst voor de Republikeinse partij in de peilingen uiterst onzeker lijkt. Erin slagen om vóór deze doorslaggevende verkiezingen een overeenkomst te bereiken met China en wellicht ook met de Europese Unie, zal worden gepresenteerd als een heldhaftige overwinning en zou een enorm positief effect op de Amerikaanse publieke opinie hebben. Een beleggingsstrategie mag dan ook niet de mogelijkheid van een rationele uitkomst uitsluiten.

Wat dit onderwerp betreft, zou de dollar, die momenteel van een nog zeer levendige Amerikaanse economie, een algemene risicoaversie en een nog steeds vastberaden centrale Bank profiteert, tegelijkertijd zijn elan kunnen verliezen als gevolg van de vertragende economie. Als het doemscenario naar de achtergrond verdwijnt, zouden er aantrekkelijke instapniveaus bij EM-activa van goede kwaliteit kunnen ontstaan.

Op korte termijn zet de overweging van kapitaalbehoud in alle scenario's aan tot de grootste terughoudendheid, maar met de noodzakelijke flexibiliteit en reactiviteit, aangezien het nooit zeker is of het slechtste scenario zich zal ontvouwen.

Houdt de eurozone op te bestaan?

Het daadwerkelijke risico voor de Europese markten blijft de conjunctuurcyclus; de monetaire stabilisatoren zijn uitgeput en de begrotingsstabilisatoren zijn door gebrek aan hervormingen zeer ontoereikend

De bezwaren tegen de eurozone als een constructie die inefficiënt, rigide, bureaucratisch, onrechtvaardig en zelfs anti-democratisch wordt beschouwd, nemen toe. Maar het is niet het bestaan van de eurozone op zich, maar juist deze onvolkomenheden die leiden tot een toenemende afkeer. Aan de paniekbewegingen die van tijd tot tijd gepaard gaan met het hier en daar geuite verlangen om de eurozone te verlaten, ontbreekt een essentiële factor: de publieke opinie heeft overal goed begrepen dat de kosten van een terugkeer naar de oorspronkelijke valuta voor welk land dan ook onbetaalbaar zullen zijn.

Terecht of niet, de euro is onomkeerbaar, zoals Mario Draghi ons onlangs in herinnering heeft gebracht. Het functioneren van de Europese Unie als geheel roept daarentegen wel om dringende hervormingen. Als deze uitblijven, zal de onrust voortduren en zou het gebouw uiteindelijk kunnen instorten. De Franse president Emmanuel Macron heeft dit goed begrepen en bondskanselier Angela Merkel ook. Zij zou haar laatste regeringstermijn in Duitsland kunnen benutten om hier werk van te maken. Op economisch vlak zou een initiatief van haar kant bijvoorbeeld kunnen bestaan uit het verenigen van haar coalitie rondom een fiscaal hervormingsplan, waarbij een gedeelte van de enorme speelruimte waar de Duitse economie over beschikt, zou kunnen worden aangesproken.

Deze blijk van politiek leiderschap zou een geloofwaardig antwoord zijn op het al voelbare risico van een economische vertraging. Hierdoor zou het land zich nog meer positioneren als de locomotief van de Europese groei, in plaats van hoofdzakelijk door te gaan in de rol van toezichhouder op de naleving van de bij het verdrag van Maastricht overeengekomen begrotingseisen. De conservatieve partner van de CDU, de CSU, zou zodra zij is gerustgesteld over de migratieproblematiek, ongetwijfeld haar steun verlenen aan een programma om de belastingdruk te verlagen. Het bij elke Europese crisis onderschatten van de politieke wil om zich gezamenlijk in te zetten voor het overleven van de eurozone, is waarschijnlijk een van de meest voorkomende fouten die door Angelsaksische waarnemers worden gemaakt. Het daadwerkelijke kortetermijnrisico blijft volgens ons de conjunctuurcyclus (zie Carmignac's Note van juni 2018 "[Het aftellen is begonnen](#)"), omdat de monetaire stabilisatoren zijn uitgeput en de begrotingsstabilisatoren door gebrek aan hervormingen zeer ontoereikend zijn.

De risico's van protectionisme zorgen vanzelfsprekend voor bezorgdheid bij de meeste economische actoren. Maar dit geldt evenzover voor de Verenigde Staten waar de zakenwereld de Amerikaanse regering begint te wijzen op de risico's van een dergelijk beleid. Paradoxaal genoeg heeft het feit dat de onmiddellijke impact op de Amerikaanse economische groei zeer beperkt is, tot gevolg dat de rigide houding van de Amerikaanse regering op korte termijn alleen maar verder verhardt. De markten houden zich dus voornamelijk met de politieke factor bezig. Hierdoor neemt de voorspelbaarheid af en is terughoudendheid op zijn plaats, waar de veerkracht, oftewel het gezonde verstand, zou de overhand moeten krijgen en uiteindelijk tot onschadelijke compromissen moeten leiden.

We wijzen er nogmaals op dat het werkelijke risico voor de markten veel complexer is, en dat het minder voorspelbaar op korte termijn: het bestaat uit een mogelijke kop-staartbotsing tussen het destabiliserende economische beleid, een kwetsbaar geworden conjunctuurcyclus en centrale banken zonder munitie.

Bron: Bloomberg, Carmignac, 30/06/2018



Beleggingsstrategie



Aandelen

De politieke retoriek was in juni de belangrijkste factor op de markten. De vrees voor een handelsoorlog zorgde voor schokken op de OM-beurzen, in de eerste plaats op de Chinese markt. De toename van het politieke risico in Italië, waardoor verdere Europese integratie onzeker lijkt, had een drukkend effect op de Europese aandelen. In dit klimaat hebben de Amerikaanse technologieaandelen zich eens te meer positief onderscheiden door goed stand te houden, wat voornamelijk veroorzaakt werd door de opvering van Facebook na de terugval in maart.

Door de beleidswijzigingen op politiek, monetair en economisch vlak is er een instabiele situatie ontstaan die ons ertoe aanzet de blootstelling aan kwaliteitseffecten te verhogen, ten koste van sectoren die erg kwetsbaar zijn voor dergelijke ontwikkelingen. Naast deze beleggingen in de technologiesector zijn wij in de consumentensector, die zwaar bedreigd wordt door innovatieve modellen van internetbedrijven, ook op zoek naar beleggingskansen die structurele groeivoorzichten bieden. Tegelijkertijd hebben we winst genomen op bepaalde technologiebedrijven vanwege hun hoge waardering. Om het risico van de portefeuille verder te verlagen, hebben we gericht short-posities ingenomen op de Amerikaanse bankensector, aangezien deze te lijden heeft van de afvlakking van de rentecurve en de kwetsbare macro-economische indicatoren.

Overheidsobligaties

Het verschil in monetair beleid tussen de Europese en Amerikaanse centrale bank is in de loop van juni duidelijk naar voren gekomen. De robuuste Amerikaanse groei dwingt de Fed ertoe door te gaan met het verhogen van de rente op korte termijn, terwijl de ECB te kennen heeft gegeven de rente voor het einde van de zomer van 2019 niet verder te verhogen. Door het grote aantal politieke ontwikkelingen ontstond er aan het einde van de maand bezorgdheid op de obligatiemarkten, waardoor de overheidsobligaties van perifere landen onder druk kwamen te staan, terwijl de Duitse en Amerikaanse rente daalden. OM-schuldpapier blijft onder druk staan.

Onder deze omstandigheden gaan we verder met het verlagen van het begin dit jaar aangegane risico door onze blootstelling aan schuldpapier van perifere en opkomende landen te verlagen. Tegelijkertijd hebben we gebruikgemaakt van gerichte afgeleide instrumenten om het kredietrisico te verlagen. Ten slotte behouden we onze long-positie op Amerikaanse overheidsobligaties omdat deze een verzekering vormen tegen een verslechtering van het klimaat en een aantrekkelijker rendement bieden dan Europees schuldpapier.

Valuta's

De belangrijkste gebeurtenis deze maand was de daling met meer dan 3% van de Chinese munt, waarop we een short-positie hadden ten opzichte van de USD. Door de goede prestaties van de yuan in vergelijking met de andere EM-valuta's sinds begin dit jaar en de versoepeling van het monetair beleid, denken we dat deze ontwikkeling zou kunnen aanhouden. In dit volatiele klimaat is de dollar ten opzichte van de euro gestegen.

Ons valutabeleid blijft hierdoor gericht op risicoverlaging: we behouden een long-positie op de yen om te kunnen profiteren van de veilige-havenstatus van de munt en handhaven een overweging van de dollar als tegenwicht van onze blootstelling aan EM-activa en grondstoffen.

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.