



Krachten in evenwicht

April 2019



Auteur(s)
Didier Saint-Georges

Lengte
🕒 6 minuten leestijd

Enkel voor professionele beleggers.

Dit document is niet bestemd voor Belgische privé-beleggers.

Sinds onze Note van begin maart ("[Enhanced reality](#)"), zien we geen reden om onze voornaamste boodschap betreffende de markten te wijzigen: de kettingbotsing van economische vertraging en monetaire verkrapping, waarvoor de markten in 2018 te lang de ogen hebben gesloten, is niet langer aan de orde. De vertraging duurt voort, maar de centrale banken hebben het gevaar geroken en hun beleid in maart verder versoepeld. Op de aandelenmarkten kwam deze terugkeer naar een beter evenwicht der krachten tot uiting in de koersen, die eind maart nauwelijks waren veranderd ten opzichte van begin maart (+1,4% voor de Euro Stoxx 600, +1,1% voor de S&P 500, +0,6% voor de MSCI World). Het rendement op de obligatiemarkten weerspiegelt de nog altijd ontbrekende inflatiedruk en, op radicale wijze, het slechte economische nieuws waarmee het einde van de monetaire verkrapping gepaard gaat.

De markten, die heen en weer geslingerd worden tussen de hoop op een krachtig economisch herstel "zoals in 2016" en de vrees dat we uiteindelijk afkoersen op een recessie, lijken zich tevreden te stellen met het vooruitzicht van een matige economische bedrijvigheid in een stabilisatiefase, tusschen een nog altijd versoepelend monetair beleid waarborgt.



De vertraging van de wereldeconomie staat inmiddels buiten kijf

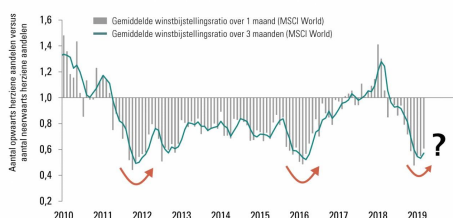
Buiten China blijft de wereldwijde groei vertragen, en de voorlopende conjunctuurindicatoren, met name de PMI-index voor de industrie, blijven over het algemeen ongunstig. De zwakke bedrijvigheid in de conjunctuurgevoelige industriële sectoren, zoals halfgeleiders en de auto-industrie, wijst erop dat de vervangingscycli voor duurzame consumptiegoederen duidelijk langer zijn geworden. De vorige maand door onze teams ter plaatse uitgevoerde inspectie bevestigt echter wat we in onze Note van maart reeds aangaven over China: het land is weliswaar ver verwijderd van de krachtige groei die was aangezwengeld door het stimuleringsplan van 2016, maar zal er waarschijnlijk in slagen zijn economische groei te stabiliseren, met name in de industrie.

De reactie van de obligatiemarkten op deze weliswaar onzekere situatie, hiertoe aangemoedigd door een zeer voorzichtig beleid van de centrale banken, was radicaal. De daling van de Amerikaanse 10-jaarsrente van 2,7% naar 2,4%, en de rente op Duitse staatsobligaties met dezelfde looptijd die onder de symbolische grens van 0% zakt (tegen +0,2% aan het begin van de maand) roepen herinneringen op aan hoe de obligatiemarkten het economische klimaat begin 2016 interpreteerden.

Zij het veel minder uitgesproken, zijn ook de aandelenmarkten vrij voorzichtig over de economische vooruitzichten, en dat is een gegeven ondanks het herstel van de markten sinds drie maanden. Opmerkelijk is namelijk dat zowel in Europa als in de Verenigde Staten de sectoren die verreweg de beste prestaties hebben geleverd over de afgelopen zes maanden, een periode die de minikrach van eind 2018 en het herstel van begin 2019 omvat, de meest defensieve sectoren zijn: de voedingsindustrie en de nutsdiensten in Europa (met ruim 10% gestegen over de periode, tegen -2,5% voor de Euro Stoxx 600) en basisconsumptiegoederen en diensten van algemeen belang in de Verenigde Staten (over deze periode met respectievelijk 4% en 10% gestegen, tegen -3% voor de S&P 500).

De markten zijn over het algemeen nog zeer voorzichtig gestemd ten aanzien van de economische vooruitzichten, temeer daar zich in maart de eerste signalen die wijzen op een omslag hebben aangediend, zij het nog erg timide. Afgezien van de eerste concrete signalen die wijzen op stabilisering van de industriële bedrijvigheid in China is de ratio van door analisten naar beneden bijgestelde verwachtingen voor de bedrijfswinsten, doorgaans het overgrote gedeelte, licht afgenomen.

BIJSTELLINGEN VAN DE VERWACHTINGEN VOOR DE BEDRIJFSWINSTEN DOOR FINANCIËEL ANALISTEN



Bron: Bank of America Merrill Lynch, 31/03/2019

Voor de markten is het nu zaak om te beoordelen of begrotings- en monetaire beleid bij machte zal zijn om de economische vertraging een halt toe te roepen

Marktvooruitzichten

Voor de markten is het nu zaak om te beoordelen in hoeverre het begrotings- en monetaire beleid, dat inmiddels een positieve tegenkracht vormt, bij machte zal zijn om de economische vertraging een halt toe te roepen, of zelfs te keren, zoals in 2016.

Op begrotingsgebied is het beeld over het algemeen gemengd. Europa staat er vrij goed voor, vooral gezien de sociale druk in Frankrijk, het politieke tumult in Italië en de achteruitgang van de economische situatie in Duitsland (de begrotingsstimulus bedraagt hier naar verwachting minimaal 0,8 punten van het bbp). Zoals gezegd zal China naar verwachting fors investeren in infrastructuur en militair materieel, waarover de centrale overheid volledige zeggenschap heeft. Het herstel van de Chinese PMI-index voor de industrie, die in maart uitkwam boven de 50 punten, is overigens een eerste teken dat in deze richting wijst. De belastinghervorming van 2017 blijft de Amerikaanse economie ondersteunen, maar zal dit jaar vermoedelijk nog slechts 0,6 punten van het bbp vertegenwoordigen. Het feit dat de regering Trump en de Democratische meerderheid in het Congres lijnrecht tegenover elkaar staan, maakt de kans op een nieuwe begrotingsstimulus op korte termijn vrij klein.



De veerkrachtige dollar ondermijnt het economische herstel in de opkomende landen

Ook op monetair vlak is het oordeel gematigd positief. Na de ommezwaai van de Amerikaanse Federal Reserve toont het gros van de andere centrale banken zich nu bereid indien nodig de touwtjes nog wat meer te laten vieren, zich daarbij baserend op alom zwakke inflatieverwachtingen. Dat is uiteraard het geval voor de Europese Centrale bank, maar ook voor de centrale banken van Nieuw-Zeeland, Zwitserland, Brazilië en Zuid-Korea, om maar eens enkele te noemen. Duidelijk is echter dat de feitelijke speelruimte inmiddels uiterst beperkt is, in ieder geval op korte termijn. De Fed moet eerst een einde maken aan het afbouwen van zijn balans alvorens een echte omslag in zijn monetair beleid te kunnen doorvoeren. Dit vertaalt zich in een veerkrachtige en vrij dure Amerikaanse dollar die het economische herstel in de opkomende landen ondermijnt. In de eurozone is Mario Draghi, die in oktober terugtreedt als voorzitter van de Europese Centrale Bank, waarbij zijn opvolger er mogelijk orthodoxere methoden op zal nahouden dan hij, in de komende maanden aan handen en voeten gebonden. De Bank of Japan heeft reeds 80% van de activa van in Japanse aandelen belegde ETF's in handen!

Het scenario van een verdere verslechtering van de economie gedurende enkele maanden ligt dan ook voor de hand, hetgeen in ieder geval in eerste instantie vergezeld zal gaan van accommoderend, zij het niet bepaald doortastend, monetair beleid.

Dit kan op korte termijn volstaan om het vertrouwen van de beurzen in een geleidelijk economisch herstel te rechtvaardigen, vooral wanneer het handelsconflict tussen China en de VS wordt bijgelegd en het doemscenario in de brexit-soap wordt vermeden. Deze hoop zou bijdragen aan een consolidering van de obligatieprijzen op minder extreme niveaus, maar nog altijd ondersteund door zeer zwakke inflatieverwachtingen. Zoals we vorige maand aangaven, zullen de fondsen in de komende maanden voor hun rendement in toenemende mate aangewezen zijn op evenwichtig samengestelde portefeuilles, met een iets groter aandeel van cyclische waarden, en op de selectie van effecten met goede vooruitzichten.

Op middellange termijn

2018 herinnerde ons eraan hoe afhankelijk aandelenmarkten zijn geworden van het vertrouwen in het vermogen van de centrale banken om beleggers de liquiditeiten te verschaffen waar ze om vragen. Deze 'geldverslaving' doet de vraag rijzen hoe geloofwaardig centrale banken nog zijn. Vanuit dit oogpunt is het bijzonder onaangenaam dat het optimisme van de aandelenmarkten momenteel deels wordt ingegeven door het herhaalde onvermogen van de centrale banken om de inflatieverwachtingen op een verantwoordbaar niveau te verankeren, waardoor beleggers erop gokken dat centrale banken tot in lengte van dagen een inflatiebeleid zullen voeren. De vooralsnog zeer voorzichtig positieve houding van de markten laat ruimte voor het nemen van risico's op korte termijn, temeer daar we in de afgelopen weken de eerste tekenen die wijzen op economische stabilisering hebben ontwaard. Maar het evenwicht op de financiële markten, en met name de valutamarkten, is kwetsbaar en noopt tot de nodige waakzaamheid op middellange termijn.

Bron: Carmignac, April 2019, Bloomberg, 01/04/2019



Beleggingsstrategie

Aandelen

Na het jaar met trompetgeschal te zijn begonnen, maakten de aandelenmarkten in maart pas op de plaats. De Amerikaanse indexen sloten het kwartaal af met een van de beste prestaties sinds bijna 10 jaar. Hoewel het klimaat nog altijd gekenmerkt werd door een wereldwijde economische vertraging en politieke onzekerheid, vooral in verband met de brexit, profiteerden de aandelenmarkten van de voorzichtige houding van de centrale banken en de pogingen om de Chinese groei te stimuleren. Tegen deze achtergrond blijven we de effectenselectie centraal stellen in onze strategie.

Bij onze langetermijnbeleggingen positioneren we ons in bedrijven die zich bezighouden met de ontwikkeling van betaalmiddelen. Hoewel contanten momenteel nog het belangrijkste betaalmiddel zijn, wijzen de groei van e-commerce en de veranderende consumptiepatronen van "millennials" in de richting van een trendomslag. Met onze beleggingen in onder meer Worldpay, PayPal en Visa spelen we in op deze trend. Beleggers hebben bepaalde segmenten van de Europese markt de rug toegekeerd doordat de Europese indicatoren in de afgelopen maanden danig zijn verslechterd. Dat is het geval voor de Europese bankensector die een vrij asymmetrisch risicoprofiel heeft en waar we een beperkte positie in de vorm van een optiestrategie hebben ingenomen. Ook hebben we een positie ingenomen in een aantal Amerikaanse kwaliteitsbedrijven in de industrie teneinde de conjunctuurgevoeligheid van de portefeuille te herbalanceren.

Rente

In maart zijn staatsobligaties fors in waarde gedaald door de voorzichtigheid van centrale banken en de economische vertraging. Over de periode hebben we de algemene modified duration van onze portefeuille op evenwichtige wijze verhoogd door staatspapier van ontwikkelde landen en risicovollere activa bij te kopen. In de Verenigde Staten blijft de Federal Reserve een minder streng beleid voeren, hetgeen duidt op een pauze in de renteverhogingscyclus om de vertraging van de Amerikaanse economie het hoofd te bieden. Wij geven dan ook de voorkeur aan strategieën die de delen van de Amerikaanse curve waarin we willen beleggen op rigoureuze wijze selecteren.

In Europa laat de negatief geworden Duitse 10-jaarsrente zien hoezeer beleggers de kat uit de boom kijken. Tegen deze achtergrond is de milde toon van de ECB bevorderlijk voor carry-strategieën, met name in de zogenaamde 'semi-kernlanden', zoals Frankrijk en België, en in de 'perifere' landen.

Naarmate deze toch al zeer lange kredietcyclus vordert, verwachten we ten slotte een toenemende risicoaversie en grotere spreads, waardoor we een over het geheel genomen voorzichtig risicoprofiel handhaven op de kredietmarkt. Deze omgeving levert echter specifieke kansen op, die we benutten, zoals met Altice.

Valuta's

Wat valuta's betreft, ging de euro sinds het begin van het jaar gebukt onder de onzekerheid over de brexit en de zwakke economische indicatoren in Europa, met name in Duitsland. Ook al mocht de dollar dalen door de verruimingsgezindere toon van de Federal Reserve en de zwakkere kerncijfers van de Amerikaanse economie, zou dit gecompenseerd worden door de politieke onzekerheid in Europa en door de nog altijd gunstige rentespread.

Door het gebrek aan een directionele visie wat de voornaamste valuta's betreft, houden we vast aan een beperkt valutarisico door een overweging van de euro en een beperkte blootstelling aan de dollar en de yen te handhaven. Het rendement van valuta's van opkomende markten blijft deels afhankelijk van de dollar maar sommige daarvan bieden zeer selectieve kansen, met name in Azië en het Midden-Oosten.

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 gedeponeed 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.