Valse starts of niet, vroeg of laat komt de finish

Oktober 2017

Auteur(s)
Didier Saint-Georges

Lengte
5 minuten leestijd

Enkel voor professionele beleggers.

Dit document is niet bestemd voor Belgische privé-beleggers.

> De terugkeer van kapitaal naar de eurozone zal de Europese aandelenmarkten naar verwachting enigszins afschermen voor het obligatierisico en de eenheidsmunt versterken

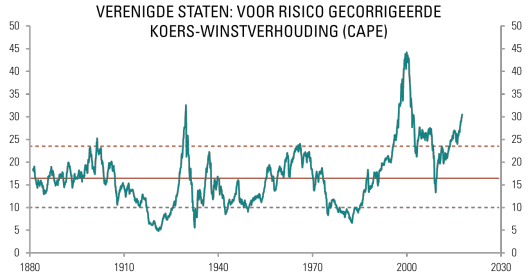
Nu we aan het laatste kwartaal van 2017 beginnen, moeten we tot onze ontzetting vaststellen dat noch de ECB, noch de Federal Reserve (de 'Fed') een volgende stap heeft gezet in de 'normalisering' van het monetaire beleid, hoewel de economische omstandigheden dat zeker zouden rechtvaardigen. De Fed heeft al een stukje van die weg afgelegd, maar voert nog altijd een bijzonder expansief beleid. De ECB staat nog steeds in de startblokken. De economische groei in de eurozone ligt nochtans ver boven het langetermijnpotentieel en de inflatieverwachtingen zijn gestabiliseerd en zelfs verbeterd. In de Verenigde Staten blijft de economie sterk groeien en wordt de arbeidsmarkt met de dag krapper.

In beide regio's houden de stijgende koersen op de financiële markten een oproep aan de centrale bankiers in: neem jullie verantwoordelijkheid en wakker de rally niet verder aan. Maar of het nu uit vrees is voor de politieke risico's die zich sinds de zomer van 2016 opstapelen, uit frustratie omdat ze de in hun statuten opgenomen inflatiedoelstelling maar niet halen of uit angst voor de markten, tot op heden krijgen beleggers die ervan uitgaan dat de moeilijke beslissingen tot in den treure worden uitgesteld, gelijk van de centrale banken. Door die opeenvolging van valse starts houdt de onnatuurlijk positieve correlatie tussen aandelen en obligaties nog altijd aan. De combinatie van een oplevende economie en monetaire steun vormt voor de markten een bedwelmende cocktail die de koersen van alle beleggingsklassen gestaag doet stijgen. Overmoed wordt nog steeds beloond en risicobeheer lijkt overbodig.

Toch komt aan deze race vol hindernissen ooit een einde en de centrale bankiers laten verstaan dat de tijd om in te grijpen steeds dichterbij komt. De obligatiemarkten zijn op die ommekeer niet voorbereid, terwijl de aandelenmarkten hopen dat ze, zolang de conjunctuur hen de wind in de zeilen geeft, niet zullen worden meegezogen in de neergang van de obligaties.

De meet is in zicht

Voorzitter Janet Yellen heeft het bevestigd: na acht jaar van grootschalige expansie, begint de Amerikaanse Federal Reserve tegen het eind van dit jaar met de afbouw van haar balans. De versoepeling van de financiële omstandigheden, die het gevolg was van de lagere dollar, en de belastingverlagingen die Donald Trump onlangs in het vooruitzicht stelde, zetten haar plannen alleen maar kracht bij. De voorzitter van de Europese Centrale Bank zit op dezelfde lijn: in oktober zal hij uit de doeken doen hoe de ECB de expansie van haar balans geleidelijk wil stopzetten. Het balanstotaal van de vier grootste centrale banken ter wereld zal volgend jaar – voor het eerst sinds 2008 – beginnen te dalen. En toch blijven de financiële markten wegkijken, alsof 'eeuwigdurende kwantitatieve versoepeling' een realistisch scenario zou zijn.



Bron: Bloomberg, 29/09/2017

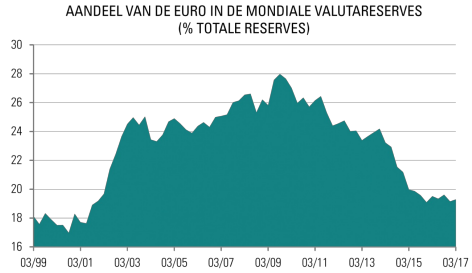
In de Verenigde Staten is die genoegzaamheid eenvoudiger te verklaren. Wij denken zelf ook dat de conjunctuur het nog maar een paar kwartalen zal volhouden. De industriële activiteit vertoont al tekenen van verzwakking (zie Carmignac's note van september 'De bliksemafleider-strategie'). De consumptiegroei is gebaseerd op een ongeziene stijging van het consumentenkrediet en een sterke afname van de spaarquote, twee factoren waar nog amper marge op zit, zeker wanneer de rente gaat stijgen. Dat de verhoging van de rente in de Verenigde Staten geen lang leven beschoren is, is dan ook een legitieme veronderstelling.

Zodra de economie vaart verliest, zal de Fed moeten erkennen dat verdere monetaire verkrapping de neergang alleen maar zal versnellen. Dat vooruitzicht zit nu al vervat in de hardnekkig vlakke rentecurve in de VS. Het verklaart ook waarom Amerikaanse groeibedrijven het opnieuw beter doen dan cyclische aandelen en waarom de dollar deze zomer niet sterker is opgeveerd na acht maanden onophoudelijk te zijn gedaald. Zelfs de laattijdige belastingplannen van de regering-Trump – zelfs die de naar verwachting gecompliceerde begrotingsronde overleven – lijken tegen die achtergrond onvoldoende impact te hebben om de trend te keren.

"Europa, Europa, Europa"

> Er zal voor de Europese obligatiemarkten geen ontkomen aan zijn wanneer de ECB binnenkort begint met het dichtdraaien van de geldkraan

Zoals de Franse president De Gaulle ruim vijftig jaar geleden al zei, leidt het tot niets om steeds weer een vurig pleidooi te houden voor meer Europa: "we moeten de dingen nemen zoals ze zijn". De grote financiële crisis van 2008 heeft de convergentiedroom in de eurozone een buitengewoon zware slag toegebracht. Er is een diepe kloof ontstaan tussen de economische prestaties van Duitsland en van de overige landen, gevolgd door een verregaande polarisatie van de publieke opinie. Die existentiële crisis heeft er toe geleid dat bedrijven, investeerders en vermogensbeheerders wereldwijd de voorbije tien jaar de eenheidsmunt massaal de rug hebben toegekeerd (zie grafiek).

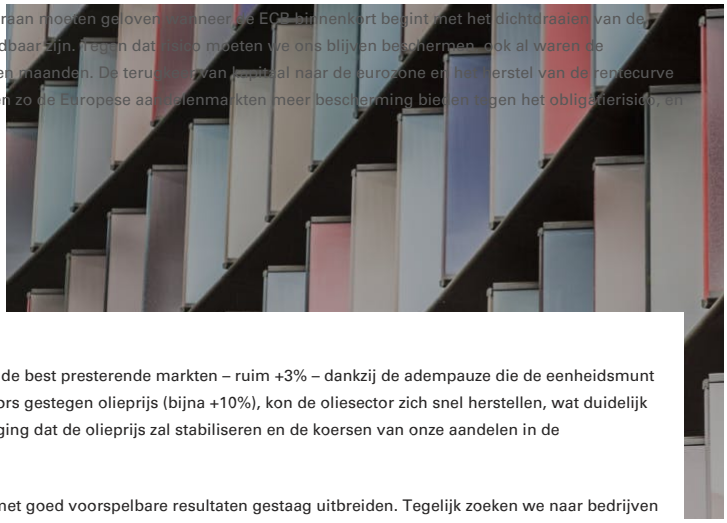


Bron: Bloomberg, 29/09/2017

Natuurlijk hebben, nadat in 2016 het risico opdook dat de politieke en economische versplintering in de eurozone fatale proporties zou aannemen, de Franse verkiezingen in 2017 het besmettingsgevaar ingedamd. De Europese democratieën blijven echter onder druk staan van populisten, die hun ergernis uiten over de gebrekkige welvaartscreatie van hun economieën in het afgelopen decennium én over de verdeling van die welvaart. De hervormingen die de Franse president Emmanuel Macron wil doorvoeren in de Franse economie en in het bestuur van de eurozone, zullen succesvol moeten zijn om een nieuwe opleving van populisme bij de volgende verkiezingen te vermijden. In Frankrijk zal hij heel wat weerstand moeten overwinnen, al heeft hij de uitvoering van zijn programma wel zelf in handen. Maar om de eurozone te hervormen zal hij de volgende Duitse coalitie – die nog niet eens tot stand is gekomen – ook van de noodzaak van zijn plannen moeten overtuigen.

Gezien de Duitse traditie om een weloverwogen politiek compromis te sluiten ('Konsensdenken') en de absolute noodzaak voor de gematigde partijen (CDU-CSU, FDP, Die Grünen, SDP) om zich te verenigen rond een geloofwaardig toekomstproject willen ze op lange termijn niet worden weggevaagd door de partijen aan de uiteinden van het politieke spectrum, valt toch aan te nemen dat de voorkeur zal uitgaan naar een gemeenschappelijk politiek streven. Op korte termijn, ja, de gunstige conjunctuur helpen om die moeilijkste hervormingen geaccepteerd te krijgen, en dat verklaart meteen ook waarom de regering van de Franse premier Edouard Philippe er flink de pas in zet.

Alle groei en nieuwe Europese dynamiek ten spijt, zullen de Europese obligatiemarkten eraan moeten geloven wanneer de ECB binnenkort begint met het dichtdraaien van de geldkraan. De buitengewoon lage rente op Duitse staatsobligaties zal niet lang meer houdbaar zijn. Tegen dat tijdstip moeten we ons blijven beschermen, ook al waren de afdekkingsstrategieën verliesgevend door de opeenvolgende valse starts van de afgelopen maanden. De terugkeer van kapitaal naar de eurozone en het herstel van de rentecurve kunnen daarentegen op korte termijn het effect van de gunstige conjunctuur versterken en zo de Europese aandelenmarkten meer bescherming bieden tegen het obligatierisico, en het vertrouwen van beleggers in de eenheidsmunt aanwakkeren.



Bron: Bloomberg, 29/09/2017

Beleggingsstrategie

Aandelen

De aandelenmarkten zijn in september gestegen. De Europese beurzen behoorden tot de best presterende markten – ruim +3% – dankzij de adempauze die de eenheidsmunt in haar ononderbroken klim sinds begin dit jaar inlaste. Dankzij de afgelopen maand fors gestegen olieprijs (bijna +10%), kon de oliesector zich snel herstellen, wat duidelijk zichtbaar is in de resultaten van ons grondstoffenfonds. Dat sterkt ons in onze overtuiging dat de olieprijs zal stabiliseren en de koersen van onze aandelen in de Amerikaanse exploratie- en productiesector zullen stijgen.

Terwijl de conjunctuur haar hoogtepunt nadert, blijven wij onze posities in bedrijven met goed voorspelbare resultaten gestaag uitbreiden. Tegelijk zoeken we naar bedrijven met een door de markt ondergewaardeerd groeipotentieel, vaak in het midcap-segment. Zo openden we afgelopen maand twee posities: in een Chinees bedrijf dat websites over de autosector exploiteert en in een Zwitsers farmaceutisch bedrijf dat actief is in de behandeling van ijzertekort.

Obligaties

De rente op staatsobligaties van ontwikkelde landen is licht gestegen, waardoor de daling van augustus werd tenietgedaan. Het feit dat de Fed haar voornemen bevestigde om het monetaire beleid verder te normaliseren, zonder te wachten tot de inflatie het beoogde peil nadert, ondersteunde die trend. Op de Europese staatsobligatiemarkten daalde alleen de rente op Portugese obligaties fors – op Italië na onze grootste positie in de perifere landen – dankzij de ratingverhoging door Standard and Poor's tot 'investment grade'. De rente op staatsobligaties uit opkomende landen bleef per saldo stabiel en hun carry leverde een positieve bijdrage aan het rendement van onze fondsen.

Tot slot vermelden we dat de spreads op risicovolle Europese bedrijfsobligaties zijn uitgelopen. Hieruit blijkt dat onze strategie om de algemene kredietkwaliteit van onze bedrijfsobligaties te verhogen, de juiste is. Onze obligatiestrategie blijft dan ook voorzichtig, met zorgvuldig geselecteerde posities om te profiteren van het rendement van degelijke bedrijfsobligaties en obligaties uit opkomende (Brazilië, Rusland) en perifere landen (Italië, Portugal). Daar tegenover staan shortposities in Duitse staatsobligaties, om per saldo op een vrijwel neutrale modified duration uit te komen.

Valuta's

Voor het eerst sinds februari daalde de euro – zeer licht – tegenover de Amerikaanse dollar. Die pauze volgde op een periode waarin de eenheidsmunt, sinds begin dit jaar, zijn onderwaardering tegenover de dollar had goedgemaakt en weer in de buurt van zijn theoretische waarde en historisch gemiddelde noteerde.

Een verdere stijging van de euro zal vanaf nu niet zozeer bepaald worden door zijn intrinsieke waardering, als wel door de ontwikkeling van zijn status als internationale reservemunt. Het gewicht van de euro in de wereldwijde valutareserves is sinds de staatsschuldencrisis in de perifere landen immers sterk afgenomen en we denken dat de euro over een structureel stijgingspotentieel beschikt. Tegen deze achtergrond blijven wij in onze valuta-allocatie overwogen in de euro.

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.