



Variaties van het equilibrium

Juli 2019



Auteur(s)
Didier Saint-Georges

Gepubliceerd
5 Juli 2019

Lengte
5 minuten leestijd

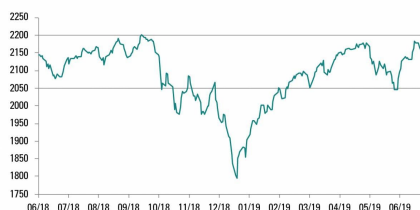
Enkel voor professionele beleggers.

Dit document is niet bestemd voor Belgische privé-beleggers.

2019 is halfweg en ondanks de talrijke politieke en geopolitieke verwickelingen is onze kijk op de markten nog dezelfde als na het eerste kwartaal. In de [Verhoogde realiteitszin](#) die we in onze Note van maart aankaarten, verwees de 'realiteit' naar de zwakke wereldconjunctuur, terwijl het monetaire beleid in tegenstelling tot in 2018 de steun aan de economie en de markten openlijk opnieuw 'verhoogde'. Sindsdien zorgt de wisselende stemming in de handelsbesprekingen (zie onze Note van juni, [Trump en mercantilisme 3.0](#)) af en toe voor flink wat kleur in het al met al relatief gunstige klimaat voor de aandelenmarkten (zie onze Note van april, [Krachten in evenwicht](#)).

Zo behaalden de indices in het tweede kwartaal een gematigd positief rendement en week geen enkele grote aandelenmarkt, ook niet de Amerikaanse, meer dan 4% van zijn niveau eind maart af. De toenemende onzekerheid woog wel op de aandelenkoersen, maar de nieuwe versnelde daling van de obligatierente zorgde voor steun. Nu de economische cyclus op zijn laatste benen loopt, is het zaak de markten gedisciplineerd te blijven analyseren om het kaf van het koren te scheiden.

RENDEMENT VAN DE GLOBALE AANDELENINDEX SINDS EEN JAAR
(INDEX MXWO IN DOLLAR)



Bron: Carmignac, Bloomberg, 29/06/2019

De zoveelste wending in de soap van het jaar

De algemene verzwakking van de economie maakt de Verenigde Staten en China voorzichtiger in hun confrontatie

Zoals te verwachten was herhaalden China en de Verenigde Staten na afloop van hun gesprekken tijdens de G20-top eind juni dat geen van beide landen de wereld op korte termijn graag in een diepe recessie wil storten. De komende maanden kan de openvolging van nu eens langer blijke, dan dreigende taal - in Osaka was de stemming eerder mild - dus voortgaan tegen de achtergrond van strategische rivaliteit, maar ook van verkiezingen in de Verenigde Staten en een brede verzwakking van de economie die beide hoofdrolspelers op korte termijn voorzichtig maakt in hun confrontatie gezet worden.



Intussen stagneert de groei

Het klimaat blijft wereldwijd immers bedrukt. Vooral in de industrie blijft de activiteit ondermaats, terwijl de traditioneel minder conjunctuurgevoelige dienstensector nog goed lijkt stand te houden. Zo bevestigde aansluitend op de G20 de inkoopmanagersindex voor juni (49,4) dat de Chinese industrie in een neerwaartse trend zit. Peking lijkt voorlopig ook niet geneigd om opnieuw in te grijpen om de economie aan te zwengelen. In de Verenigde Staten verzwakt de groei van de investeringen buiten de huizenmarkt gestaag, ongetwijfeld door de onzekerheid over de wereldhandel. In Europa lijken de indicatoren voor de dienstensector wat te herstellen (zo trok de inkoopmanagersindex voor de dienstensector van Markit voor Frankrijk in juni aan van 51,6 tot 53), maar vertoont de teruggevalen verwerkende industrie nog slechts schuchtere tekenen van stabilisatie, met name in Duitsland (Markit-index voor de industrie op 45 in juni, tegen 44,3 in mei). Paradoxaal genoeg is die in wezen onaantrekkelijke context op korte termijn toch een zegen voor de markten. Hij houdt wel het onmiddellijke risico in dat het handelsconflict tussen China en de Verenigde Staten escaleert, maar door de zwakke maar min of meer stabiele groei blijven de centrale banken zich verruimend opstellen zonder de alarmbel al te luiden.

Kalft de macht van de centrale banken af?

De overtuiging groeit dat op middellange termijn massale begrotingsmaatregelen nodig zullen zijn

Het zou weinig meer dan giswerk zijn om op dit ogenblik in te schatten in hoeverre de vertraging van de wereld-economie het gevolg is van: 1/ de bewuste vertraging die China in 2018 heeft ingezet; 2/ de nefaste invloed van de Chinees-Amerikaanse handelsoorlog op de investeringen in de industrie; of 3/ de inopportune verkrapping van het monetair beleid door de centrale banken vorig jaar. Die onbekende mix van factoren roept met name de vraag op of de terugkeer naar een verruimender monetair beleid waar de centrale banken zich voor opmaken zal volstaan om alle oorzaken van de vertragende economie te keren, zeker als de Chinese economie onder druk blijft staan.

Op korte termijn heeft die vraag vrij weinig belang: de kans is groot dat beleggers, nu we economisch en politiek voorlopig in rustige wateren verkeren, andermaal zullen nemen met het hernieuwde voluntarisme van de centrale bankiers.

Op middellange termijn staat er echter veel meer op het spel. Alles wijst er namelijk op dat het 'niet-conventionele' monetair beleid dat de afgelopen jaren is toegepast, wat valt er met name in de eurozone nog te verwachten van een nieuw inkoopprogramma voor obligaties of een verdere verlaging van de rente tot 0,2%? Bijgevolg groeit de overtuiging dat, zowel in Europa als de Verenigde Staten en ondanks de al zeer hoge schuldenlast, de steun van de centrale bankiers gepaard zal moeten gaan met meer begrotingsmaatregelen. Het vooruitzicht dat zo'n tweesporenbeleid onvermijdelijk is verklaart en rechtvaardigt mogelijk zelfs de benoeming van voorzitters van de centrale banken die meer juridische scholing en beproefde politieke intelligentie kunnen voorleggen dan technische expertise met monetair beleid. Niettemin rijst de vraag welke gevolgen zo'n belangrijke ommekeer zal hebben voor de obligatie- en aandelenmarkten, die al tien jaar alleen financiële repressie en budgettaire gestrengheid kennen.

De beleggingsstrategie die in deze fase van de cyclus aangewezen is, moet volgens ons nog steeds rusten op drie pijlers: om te beginnen een aandelenportefeuille die voornamelijk bestaat uit groeiwaarden, een duur gewaardeerd segment van de markt waarin de effectenselectie doorslaggevend is. Daarnaast voldoende flexibiliteit om te kunnen inspelen op de tussentijdse schommelingen die inherent zijn aan overgangperiodes en worden versterkt door publieke verklaringen die zijn ingegeven door binnenlandse politieke belangen. Een beperkt en uiterst gedisciplineerd gebruik van opties kan beschutting bieden tegen de opeenvolgende opflakkingen van hoop en teleurstelling. En als derde pijler, tot slot, een obligatieportefeuille die zich op de rentecurve positioneert om te profiteren van de toegenomen voorspelbaarheid van het monetaire beleid van de centrale banken, dat opnieuw expansiever wordt. Hier is het vooral zaak zich te hoeden voor irrationele negatieve rentes en zich te richten op staats- en bedrijfsobligaties uit de ontwikkelde en opkomende landen die het risico voldoende vergoeden.



Beleggingsstrategie

Aandelen

Het was de beste junimaand in jaren, met name dankzij de verwachting dat de Federal Reserve het monetaire beleid zal versoepelen. Zo koerste de S&P 500 in Amerikaanse dollar bijna 7% hoger en maakte hij de correctie van mei ongedaan. De aandelenmarkten steunen op een nog altijd broos maar positief evenwicht: de groei van de wereldeconomie stabiliseert rond een laag niveau, de centrale banken ondersteunen de markten en de bezorgdheid over de handelsoorlog neemt af.

Wij handhaven dan ook een overwogen positionering en gaan op zoek naar duidelijk afgebakende bronnen van waarde met een basisportefeuille van bedrijven die kunnen profiteren van belangrijke omwentelingen om te groeien en een tactische blootstelling aan 'achterblijvers', zoals enkele conjunctuurgevoelige segmenten (Europese banken, Amerikaanse industrie) en de opkomende markten. Die kunnen immers profiteren van de minder sterke stijging van de dollar die zich aftekent en van beter nieuws van het handelsfront.

Binnen de portefeuille die inzet op belangrijke omwentelingen zoeken we voor onze beleggingen, nu er al 3,8 miljard internetgebruikers in de wereld zijn en de toename begint te vertragen, naar de innovatiefste modellen met nieuwe toepassingen en mogelijkheden om kasstromen te genereren. Een voorbeeld daarvan is Facebook: met zijn inspanningen om Instagram uit te breiden naar het terrein van de e-commerce kan het wellicht zijn kasstroom aanzwengelen.

Obligaties

Door de toegenomen monetaire steun van de Fed en de ECB is de staatsobligatierente opnieuw gedaald. De huidige waarderingen op de obligatiemarkten nopen ons echter tot selectiviteit. We leggen ons toe op marktsegmenten die nog aantrekkelijk zijn of hanteren relatieve waardestrategieën.

In staatsobligaties uit de kern- en semikernlanden zetten we vooral in op de langste looptijden. Zo hebben we long-posities in Europese semikernlanden, zoals België en Frankrijk, in combinatie met swaps in euro en short-posities op Duitse staatsobligaties om te profiteren van verkrapende spreads. In de Verenigde Staten houden we vast aan onze strategie die inzet op een versteiling van de Amerikaanse rentecurve. Die begint trouwens vruchten af te werpen.

We handhaven ook onze langlopende staatsobligaties uit de perifere landen, voornamelijk Italië (tactisch beheer), Griekenland en Cyprus. Onze blootstelling aan obligaties uit de opkomende landen trekken we licht op nu het wereldwijde klimaat gunstiger is, met een voorkeur voor uitgiften in harde valuta's. In de portefeuille bedrijfsobligaties verkiezen we emittenten die specifieke kansen bieden, zoals Altice, Eurofins of Netflix, en onze blootstelling aan achtergestelde uitgiften van Europese banken.

Valuta's

Op de valutamarkt zal de stijgende trend die de Amerikaanse dollar ruim een jaar geleden aanvatte, wellicht verzwakken. Wij verwachten immers dat de fundamentele factoren van de Amerikaanse munt verzwakken nu de Federal Reserve zich verruimender opstelt, de spanningen aan het handelsfront afnemen en zowel het handels- als het begrotingstekort van de Verenigde Staten toeneemt.

Bijgevolg handhaven we een beperkt valutarisico in de vorm van een overwogen positionering in de euro en een beperkte blootstelling aan de dollar en de yen. Dat neemt echter niet weg dat de opkomende valuta's het beter kunnen doen als het politieke en monetaire klimaat verbetert en de stijging van de dollar wordt afgeremd.

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.