



## What else?

Juni 2017



Auteur(s)  
Didier Saint-Georges

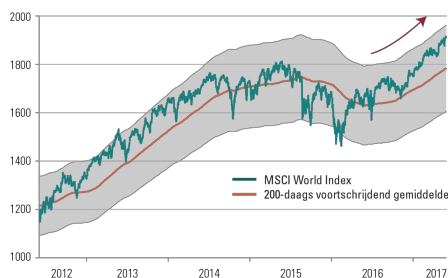
Lengte  
7 minuten leestijd

*Enkel voor professionele beleggers.*

*Dit document is niet bestemd voor Belgische privé-beleggers.*

Nu de Franse verkiezingen niet de genadeslag aan het Europese bouwwerk hebben gegeven, zal de vrij uitbundige stemming op de financiële markten naar verwachting nog wel enige tijd aanhouden. Er is nog altijd sprake van een overvloedige liquiditeit (sinds begin dit jaar is er in het kader van de "Quantitative easing" meer dan 1000 miljard dollar geïnjecteerd). Bovendien verkeert de wereldwijde economische cyclus in een fase van gematigde expansie, is de dollar zwak, de rente nog steeds laag en hebben de olieprijsen zich gestabiliseerd. Wat willen we nog meer?

Sinds het begin van het jaar profiteren de internationale largecaps volop van al deze gunstige, gelijktijdig optredende marktomstandigheden. In deze categorie eisen de dominante technologiebedrijven meer dan ooit het leeuwendeel voor zich op, dankzij hun nog altijd zeer sterke eerste kwartaalcijfers. Aangezien de economische cyclus zich langzaam verspreid, houden de Europese markten en vooral de opkomende landen sinds begin dit jaar moeiteloos gelijke tred met de Amerikaanse S&P 500.



Bron: Bloomberg, 29/05/2017

Ook de obligatiemarkten zitten weer in de lift (gemiddelde stijging van 4%), doordat de aanhoudend gematigde inflatie-indicatoren een geruststellend effect op de centrale banken hebben.

Bij al deze positieve ontwikkelingen stemt het ons tot tevredenheid dat de meeste aandacht van de markten weer naar de economie uitgaat. Maar aan het begin van het derde kwartaal is het misschien ook zinvol om ons begrip van de wisselwerking tussen economie en politiek (zie onze [blog van maart](#)) op te frissen, evenals de manier waarop we de huidige dynamische ontwikkeling van de markten interpreteren.

Vandaag de dag zien analisten hun regelmatig naar boven bijgestelde winstverwachtingen voor 2017 werkelijkheid worden



## Tot nu toe gaat alles goed...

Vandaag de dag zien analisten hun regelmatig naar boven bijgestelde winstverwachtingen voor 2017 werkelijkheid worden. In het eerste kwartaal spanden de Japanse bedrijven de kroon met een winststijging ten opzicht van het voorgaande jaar van +28%, gevolgd door de Europese (+23%) en Amerikaanse (+14%) bedrijven. Een opmerkelijk feit is dat de omzetcijfers ook flink zijn gestegen, wat erop wijst dat het volume is toegenomen en dat er weer sprake is van prijsstijgingen die we naar het maatstaf van het niveau van de bedrijvigheid kijken, ligt Europa voorop (+10%), gevolgd door de Verenigde Staten (+8%) en Japan (+4%). Op grond van deze uitstekende start van het jaar verwachten de analisten voor 2017 gemiddeld een stijging van de winstcijfers van 15% in de eurozone, 13% in Japan en 10% in de Verenigde Staten.

In het tweede kwartaal zullen de bedrijfswinsten naar verwachting blijven profiteren van een verbetering van de economische kerncijfers. En men verwacht dat de eurozone het opnieuw bijzonder goed zal doen: het consumentenvertrouwen in de regio, zoals berekend door de Europese Commissie, bereikte in mei het hoogste niveau sinds juli 2007. En die golf van optimisme is pas tijdens het afgelopen najaar ontstaan. De verwachting is dan ook dat we nog een aantal mooie maanden voor de boeg hebben. Des te meer daar de Duitse locomotief nog steeds goed op dreef is: de IFO-index van het Duitse ondernemersvertrouwen ligt momenteel op het hoogste niveau sinds de eenwording in 1991.

Maar als we verder kijken dan de eerstvolgende maanden, zijn er een aantal ontwikkelingen die een rem zetten op de algemene euforie.

## Wisselwerking

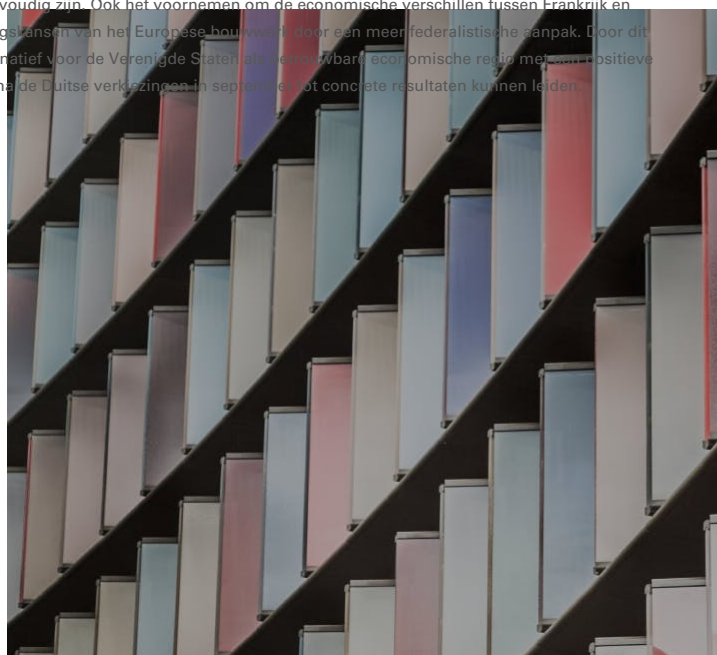
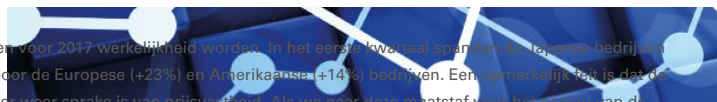
### In de toekomst moeten we de wisselwerking tussen economie en politiek in de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk en de eurozone in het oog houden

Vooralsnog kunnen de winnaars van de verkiezingen van de afgelopen twaalf maanden zich niet alleen beroemen op hun overwinning, maar ook op hun geluk. Of we het nu hebben over Londen, Washington, Parijs of Seoul, alle nieuwe leiders hebben het geluk dat ze hun ambtstermijn kunnen beginnen met een onverwachte economische wind in de rug. En zoals we hebben gezien, gaat de meeste aandacht van de beleggers uit naar de economie. Toch kunnen we er niet omheen dat er een wisselwerking bestaat tussen politiek en economie, dat wil zeggen dat er een voortdurende interactie bestaat tussen oorzaken en gevolgen. De wereldwijde economische groei, die sinds het einde van de grote financiële crisis zwak is, het contrast tussen deze gebrekkige situatie en de sinds 2009 spectaculair gestegen beursindexen en de onmacht van de politiek om de sociale ongelijkheid tussen eenvoudige werknemers en degenen die profiteren van de waardestijging van financiële activa als gevolg van "Quantitative easing" te reduceren: al deze bronnen van diepe ontevredenheid hebben een enorme politieke scheuring veroorzaakt. Deze politieke scheuring zal op haar beurt consequenties hebben voor de economie, wat een weerslag zal hebben op de markten.

In de Verenigde Staten zou het economisch beleid van president Trump uiteindelijk een stuk minder ontwrichtend kunnen zijn dan de maatregelen die hij als kandidaat rondbazuinde. De kans bestaat dat de grandioze fiscale hervormingen, die de markten tot eind 2016 deden watertanden en waardoor de dollar is gestegen, niet doorgaan door budgettaire beperkingen, het (wellicht welkome) gebrek aan discipline binnen de Republikeinse meerderheid in het Congres en juridische verwickelingen. Waarschijnlijk zal de Amerikaanse economische cyclus binnenkort langs natuurlijke weg gaan verzwakken.

De Brexit daarentegen zal wel degelijk plaatsvinden. En als letterlijk gehoor wordt gegeven aan de politieke keuze van het Britse volk van juni 2016, dreigt de Britse economie als gevolg van het vertrek uit de Europese Unie een hele andere richting in te slaan (zie onze [Note van april](#)). Door het zwakke pond sterling is de inflatie al opgelopen tot 2,5% (gemiddelde cijfer over maart en april), wat heeft geleid tot de scherpste daling van de reële lonen sinds 2014. Deze aderlating van de koopkracht resulteerde in april in een tegenvallende detailhandelsomzet. De groei van de Britse economie is in het eerste kwartaal al behoorlijk vertraagd (+0,3% tegenover +0,7% in het laatste kwartaal van 2016). De kans bestaat dat de Britse munt de belangrijkste corrigerende factor blijft van een economie die een fors tekort op de lopende rekening vertoont. Bovendien wordt de financiering van dit tekort steeds lastiger als gevolg van de onzekerheid rond de Brexit.

In de eurozone daarentegen hebben de Franse kiezers zich niet laten verleiden door aanlokkelijke, magische oplossingen. De kans dat er een hervormingscyclus komt die tot waardecreatie zal leiden is daardoor toegenomen, ook al zal de uitvoering ervan niet eenvoudig zijn. Ook het voornemen om de economische verschillen tussen Frankrijk en Duitsland te verkleinen is een belangrijke vooruitgang en verhoogt de politieke overlevingskansen van het Europese bouwwerk door een meer federalistische aanpak. Door dit vooruitzicht zou de eurozone zich kunnen verheffen tot de status van geloofwaardig alternatief voor de Verenigde Staten als de onbetrouwbare economische regio met een positieve groei. Maar deze herschikking, die van historisch belang zou zijn, zal op zijn vroegst pas na de Duitse verkiezingen in september tot concrete resultaten kunnen leiden.



## Kwetsbaarheid van de markten neemt toe

Iets meer dan een jaar geleden begonnen de wereldwijde economische indicatoren, de grondstoffenprijzen en de inflatie aan een herstelfase. Met name China had kort daarvoor zijn op kredietverlening gebaseerde herstelplan voor de economie geïntroduceerd. Vandaag de dag moeten we ons afvragen wat de volgende fase in de cyclus zal zijn.

China begint de stijgende bancaire kredietverlening af te remmen. Meer internationaal gezien, zal het probleem van het verscherpen van de nog altijd zeer soepele kredietvoorwaarden weer op de voorgrond treden, nu de kwestie nauwelijks meer kan worden weggemoffeld door te wijzen op de onzekere politieke situatie. Als de wereldwijde nominale groei (volume groei plus inflatie) blijft stijgen, ook al gebeurt dat in een gematigd tempo, zullen de centrale banken zich genoodzaakt zien de normalisering van hun monetair beleid in het tweede kwartaal versneld uit te voeren, hetgeen een rem zal zetten op de waardering van financiële activa. De Fed zal dit zeker gaan doen, evenals de Chinese centrale bank. De ECB zal haar intenties moeten verduidelijken.

De cyclische sectoren, die sterk zijn gestegen, zijn niet als enige blootgesteld aan dit vooruitzicht: de technologische waarden zijn zo sterk gestegen dat hun premie ten opzichte van het gemiddelde van de markt een niveau heeft bereikt dat we voorheen alleen hebben waargenomen tijdens de TMT-zeepbel van 2000.

De waarderingen van de markten zijn op zich niet meer dan een constatering en vormen geen factor die een ommekeer in de trend zou kunnen veroorzaken. Maar die constatering is wel een factor die de kwetsbaarheid verhoogt. Een factor die de kans op overdreven reacties op externe schokken of op teleurstellingen, die in het tweede kwartaal plausibel zijn, doet toenemen.

Onze slotsom is dat een fundamentele analyse geboden is nu de meeste aandacht van de markten weer naar de economie uitgaat. Deze analyse herinnert ons eraan dat de markten sinds een jaar in de lift zitten dankzij een wereldwijde economische cyclus die ondersteund wordt door het Chinese herstelplan, de hoop op een expansief economisch beleid en de zeer gunstige monetaire voorwaarden. Tegelijkertijd herinnert de analyse ons eraan dat cycli niet eeuwig voortduren en dat we vanaf nu bijzonder waakzaam moeten zijn voor signalen die op een ommekeer wijzen.

Bron: Bloomberg, 29/05/2017

## Beleggingsstrategie

### Aandelen

Na de Franse verkiezingen te hebben overleefd, zijn de Europese markten vrijwel onafgebroken gestegen. We wijzen er echter op dat de grote internationale indexen hun stijging in hetzelfde tempo hebben voortgezet, zodat het verschil in waardering tussen Europa en de rest van de wereld gelijk is gebleven. In mei waren de sterkste prestaties dan ook afkomstig uit Azië, meer in het bijzonder de Indiase, Chinese en Koreaanse markt.

Het feit dat we onze posities op deze markten begin dit jaar hadden versterkt via Indiase bank aandelen, zoals Indusind, en Koreaanse technologische waarden, zoals Samsung, kwam het rendement in mei ten goede. Daarnaast hebben we in mei onze technologische waarden verder gediversifieerd ten gunste van effecten die aantrekkelijker gewaardeerd zijn dan de grote Amerikaanse internetbedrijven of minder bekendheid genieten. Zo hebben we een positie geopend in de Amerikaanse provider van internetdiensten Zayo Group. Ten slotte hebben we onze posities in de energiesector toegespitst op producenten van Amerikaanse schalieolie, die profiteren van het feit dat Saudi-Arabië en de OPEC-landen zich ertoe hebben verplicht de prijzen van ruwe olie te stabiliseren. We hebben onze beleggingen in dienstverlenende bedrijven uit de oliesector daarentegen van de hand gedaan omdat ze waarschijnlijk negatief zullen worden beïnvloed door de aanhoudende productiebeperking van de OPEC.

### Obligaties

Terwijl de Amerikaanse centrale bank duidelijk te kennen geeft haar monetair beleid te willen normaliseren, blijft de ECB zich uiterst voorzichtig opstellen ten aanzien van de timing van het afbouwen van de onconventionele maatregelen en de manier waarop dit zal gebeuren. Het is mogelijk dat de ECB de Europese rente laag zal houden, ondanks de versnelling van de economische groei in Europa en de gestabiliseerde inflatie in de eurozone.

We hebben van deze situatie geprofiteerd door de carry trades van onze rentestrategieën te versterken door onze blootstelling aan Italiaanse staatsobligaties enigszins te verhogen. Ook hebben we, om tactische redenen, geprofiteerd van de plotselinge stijging van de Braziliaanse rente door tijdelijk onze positie in Braziliaanse obligaties te versterken, waarbij we het valutarisico hebben afgedekt. Hoewel een aantal lopende hervormingen, waaronder die van de pensioenen, mogelijk vertraging zullen oplopen door de onzekere politieke situatie, zijn de kerncijfers van het land (zowel de lopende rekening als de inflatie) zeer goed. Dit laatste komt onvoldoende tot uiting in de reële rente, die een van de hoogste ter wereld is.

### Valuta's

De euro heeft zijn opmars ten opzichte van de Amerikaanse dollar voortgezet en is de afgelopen twee maanden met meer dan 4% gestegen. Aangezien onze valutastrategie is toegespitst op de eenheidsmunt konden we volop profiteren van deze ontwikkeling. Onze afdekkingposities op het Britse pond wierpen ook vrucht af nu er meer onzekerheid is ontstaan over de uitslag van de voor begin juni geplande algemene verkiezingen in het Verenigd Koninkrijk. Ten slotte hebben we de plotselinge volatiliteit van de Braziliaanse munt, die het gevolg was van een politiek schandaal, zonder kleerscheuren doorstaan dankzij onze voorzichtige opstelling ten aanzien van valuta's van opkomende landen.

**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.

