De onontkoombare conjunctuur

Auteur(s)
Kevin Thozet

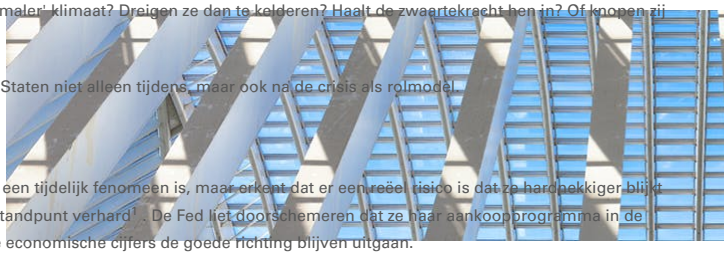
Gepubliceerd
12 Juli 2021

Lengte
7 minuten leestijd

Al bijna een jaar profiteren de financiële markten dankzij monetaire en budgettaire doping van een uitbundig herstel. Daardoor leek het lange tijd mogelijk dat een aantal economieën, met name de Amerikaanse, zwaar leunend op zogenaamd onvoorwaardelijke begrotingsstimuli en monetaire steun, aan de zwaartekracht van de economische cyclus zouden ontsnappen.

Naarmate die cyclus vordert, groeiherstel niet langer de grootste uitdaging is en de economie met behulp van die uitzonderlijke maatregelen weer op een beter spoor zit, trekken de centrale banken zich echter terug. Zij richten de blik meer op de stabiliteit van de prijzen en het financiële stelsel dan op de groei. Tegelijk boeten heel wat budgettaire stimuli – of beloftes – aan kracht in nu de politieke en economische consensus over de te volgen weg minder eenduidig is, aangezien de economie meer en meer op eigen kracht groeit. Samengevat eist de conjunctuur stilaan opnieuw de plaats op waarvan de noodmaatregelen om de crisis het hoofd te bieden haar hadden verdrongen.

Dat doet nogal wat vragen rijzen, temeer omdat die steunmaatregelen in deze uitzonderlijke cyclus zo'n belangrijke rol speelden. Wat gebeurt er wanneer zowel de monetaire als de budgettaire stimuli wegvallen? Wat als de markten opnieuw terechtkomen in een 'normaler' klimaat? Dreigen ze dan te kelderen? Haalt de zwaartekracht hen in? Of knopen zij opnieuw aan met hun trend op lange termijn?



Zoals we de afgelopen maanden al herhaaldelijk hebben gezegd, fungeren de Verenigde Staten niet alleen tijdens, maar ook na de crisis als rolmodel.

Naar een keerpunt in het monetair beleid

De Federal Reserve (Fed) houdt vast aan haar basisscenario dat de opflakkerende inflatie een tijdelijk fenomeen is, maar erkent dat er een reëel risico is dat ze hardnekkiger blijkt dan initieel gedacht, dus heeft de centrale bank haar communicatie bijgestuurd en haar standpunt verhard[1] . De Fed liet doorschemeren dat ze haar aankoopprogramma in de komende maanden waarschijnlijk zal beginnen af te bouwen, mogelijk al dit najaar als de economische cijfers de goede richting blijven uitgaan.

Dat terugschakelen zal waarschijnlijk zeer geleidelijk verlopen en te oordelen naar de reactie van de markten vinden beleggers een terugkeer van de Amerikaanse centrale bank naar een conventioneler monetair beleid duidelijk een geruststellend vooruitzicht. De rente op de kortste looptijden – die het gevoeligst is voor de verwachtingen ten aanzien van het monetair beleid – is gestegen. Tegelijk is de rente op langere looptijden – die doorgaans meer de groeiverwachtingen op lange termijn weerspiegelt – sinds de koerswijziging niet gestegen en hier en daar zelfs gedaald. Dat verklaart ook de goede prestaties van zogeheten 'risicovolle' activa.

Fed-voorzitter Jerome Powell heeft duidelijk gemaakt dat zijn rol ook is om erover te waken dat de inflatie niet al te hoog oploopt. Dat verkleint de kans dat de Amerikaanse economie uit het klassieke verloop van de economische cyclus weet te breken. Beleggers hebben niet de indruk dat het monetair beleid in de fout gaat (door de economie te laten oververhitten of net te bruusk af te remmen), maar dat wil niet zeggen dat er geen problemen kunnen opduiken.

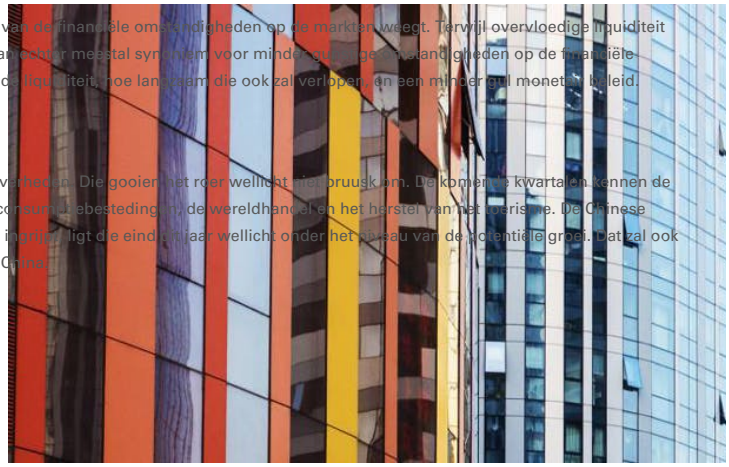
Enerzijds gaat, nu de inflatieverwachtingen zijn hersteld, de aandacht steeds meer uit naar de arbeidsmarkt. Die toegenomen afhankelijkheid van economische indicatoren is een bron van volatiliteit, want die cijfers zijn zelf volatiel en vatbaar voor herziening en seizoenscorrecties, zeker in deze nog nooit vertoonde economische cyclus. Het risico is dat de Fed zich gedwongen ziet de richtrente te verhogen onder druk van een uitbundige arbeidsmarkt[2] , terwijl het financiële stelsel zich dat niet kan veroorloven omdat het door de behoorlijk hoge schuldgraad uitermate gevoelig is geworden voor het rentepeil. Dat is de paradox van de wereld zoals we die vandaag kennen. Een opstoot van inflatie (gevoed door een stijging van de lonen en/of de vastgoedprijzen) kan uiteindelijk overgaan in een deflatoire schok doordat de speculatieve zeepbellen[3] leeglopen die een al te stimulerend beleid in de hand heeft gewerkt. De weg die Powell moet bewandelen is dus buitengewoon verraderlijk en bezaaid met potentiële valkuilen voor het monetair beleid, temeer omdat de economie heel sterk groeit.

De economische cyclus vordert: aandacht voor het groeitempo is meer dan ooit geboden

Anderzijds zal de toekomstige verkrapping van het monetair beleid (en dus de financiële omstandigheden), hoe veraf die ook mag lijken, op termijn tot een minder krachtig groeiende economie leiden – dat is wel degelijk het uiteindelijke doel van de koerswijziging. Elke actie brengt een reactie teweeg, dus daar moeten we rekening mee houden.

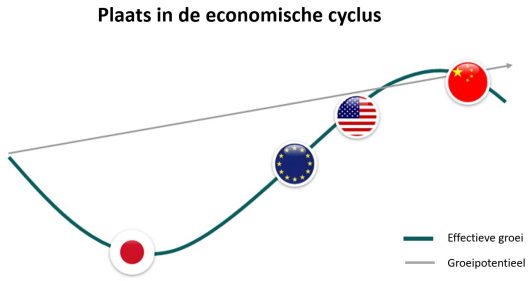
De Verenigde Staten lopen bovendien wel voorop, maar zijn geen eiland. Zoals wij vorige maand al zeiden, beginnen ook andere centrale banken van 'ontwikkelde' landen[4] de markten voor te bereiden op een koerswending. Hetzelfde geldt voor enkele 'opkomende' economieën, die de bocht al hebben ingezet[5] en/of die volgens beleggers de komende maanden al hun monetair beleid zullen verkrappen.

Voorlopig lijken de centrale banken die bocht goed te nemen, zonder dat de verkrapping van de financiële omstandigheden op de markten weegt. Terwijl overvloedige liquiditeit positief is voor conjunctuurgevoelige activa en carrystrategieën, staat een afname daarvan echter meestal synonyem voor minder gunstige omstandigheden op de financiële markten. Het is dan ook zaaks ons nu al voor te bereiden op een geleidelijke afname van de liquiditeit, hoe langzaam die ook zal verlopen, en een minder gul monetair beleid.



Afkalvende begrotingsstimuli

De economische cyclus is ook in de hand gewerkt door het economische beleid van de overheden. Die gooien het roer wellicht niet bruusk om. De komende kwartalen kennen de VS en Europa op jaarbasis waarschijnlijk een tweecijferige groei, voortgestuwd door de consumentebesteding in, de wereldhandel en het herstel van het toerisme. De Chinese economie, die verder in de cyclus zit, kent al een gematigdere groei. Als de overheid niet ingrijpt, ligt die eind dit jaar wellicht onder het niveau van de potentiële groei. Dat zal ook gevolgen hebben voor de Europese economie, die bijzonder gevoelig is voor de groei in China.



Bron: Carmignac

Wij verwachten in de tweede helft van 2021 nog geen afname van de budgettaire inspanningen, maar vroeg of laat zullen ook de uitzonderlijke maatregelen die al achttien maanden in zwang zijn, geleidelijk worden afgebouwd. Die hebben heel wat banen gered en een solvabiliteitscrisis vermeden, maar ook het wanbetalingspercentage doen terugvallen tot minder dan in een 'normaal' jaar – we kunnen niet genoeg benadrukken hoe uitzonderlijk dat is![6] We mogen dan ook verwachten dat het wegvallen van die levenslijn op termijn het aantal wanbetalingen weer doet toenemen. Ook daar dreigt de realiteit van de economische cyclus ons in te halen – reden te meer om op de bedrijfsobligatiemarkten uitermate selectief te zijn.

Tegelijk zal de regering-Biden haar budgettaire ambities naar alle waarschijnlijkheid moeten terugschroeven en dienen zich gezien de broze meerderheid van de Democraten moeilijke onderhandelingen aan. Het risico bestaat dus dat de budgettaire stimuli dit jaar minder hoog uitvallen dan verwacht en het expansieve begrotingsbeleid volgend jaar al omslaat in een verkrapping.

Portefeuilles aanpassen aan een minder verruimende monetaire en budgettaire toekomst

De economische cyclus vordert. Proberen te voorspellen wanneer hij zal pieken is altijd een riskante bezigheid, maar in de vorige cycli luidde de afbouw van de liquiditeitsinjecties door de centrale banken wel degelijk het begin van de ommekeer in. Voorlopig is de monetaire bocht goed ingezet – de markten verwachten nu een verhoging van de richtrente vanaf november 2022. Dat weegt op de hoop dat de economie op lange termijn bovengemiddeld sterk blijft groeien en dus ook op de lange rente. De komende maanden neemt mogelijk ook de volatiliteit op de obligatiemarkten af. Wij hebben daarop uit tactische overwegingen onze short-posities geneutraliseerd en verwachten gezien het tweeledige karakter van de reactiefunctie van de Fed dat de rentecurve verder vervlakt.

Deze fase van de economische cyclus en dit klimaat zijn meestal erg bevorderlijk voor bedrijven die meer op eigen kracht winstgroei kunnen genereren en minder afhankelijk zijn van de conjunctuur. Zij vormen de ruggengraat van onze beleggingen.

Beleggingsstrategie

Aandelen

De aandelenmarkten hebben de afgelopen weken een aarzelender houding aangenomen, waardoor een andere aandelencategorie de leiding heeft overgenomen. Door een ommekeer in de sectorrotatie presteerden groeiaandelen beter dan waardeaandelen. Uit vrees voor inflatie slaat de Federal Reserve nu een andere toon aan, op een moment dat de winstgroei van bedrijven zou kunnen afnemen.

Het afwenden van het risico op oververhitting zou dan ook kunnen leiden tot een verdere verschuiving naar groeiaandelen. Tegen die achtergrond hebben wij onze posities in conjunctuurgevoelige segmenten, zoals de Amerikaanse industrie of Europese banken, teruggeschroefd. Tegelijk bouwen we onze posities in aandelen die gevoelig zijn voor de heropstart van de economie verder af. Onze prioriteit in deze tijd van het jaar is het beperken van het risico dat gepaard gaat met onze derivatenposities op indexen, door de voorkeur te geven aan een aandelenblootstelling die verbonden is aan onze idiosyncratische overtuigingen.

We blijven evenwel bijzonder alert op aandelen met buitensporige waarderingsratio's in een klimaat van mogelijke rentestijgingen. De waardering moet voor elk effect afzonderlijk worden beoordeeld, ook voor de zeer grote technologiebedrijven zoals Facebook of Google. Facebook heeft nu voor 2021 een geschatte K/W in lijn met de S&P 500 en ruim boven het historisch gemiddelde van het aandeel. De sectorrotatie en de onzekerheid over de regelgeving hebben de koers van het aandeel nadelig beïnvloed. Dat zijn echter factoren die geen rekening houden met de vooruitzichten voor de "verborgen" activa van het bedrijf, zoals Instagram, e-commerce of een stijging van de advertentie-inkomsten. Bovendien is de regelgeving rond Facebook duidelijker geworden nadat twee klachten waren afgewezen waarin het sociale netwerk werd beschuldigd van concurrentiebeperkende praktijken.

Obligaties

De Federal Reserve heeft haar toon veranderd, wat waarschijnlijk tot een monetaire verkrapping zal leiden. Deze verandering van toon komt op een moment dat de eerste angst voor inflatie opkomt, maar het groeitempo wellicht matigt. Deze gebeurtenis leidde tot een sterke beweging op de aandelenmarkten, met een vervlakking van de curve in de VS en een afname van de inflatieverwachtingen. In Europa is de situatie echter anders, wat betekent dat de angst voor 'besmetting' van Europese obligaties door de VS niet lijkt te worden ondersteund door de kerncijfers en dus een actief beheer vereist. In deze omstandigheden is het belangrijk een portefeuille op te bouwen die rendement genereert en tegelijkertijd het risico op verliezen als gevolg van de rentestijging beperkt.

Wij vangen het renterisico voornamelijk op met een actief beheer van onze short-posities, waarbij we focussen op middellange looptijden. We hebben hoofdzakelijk short-posities op het Verenigd Koninkrijk om te profiteren van een verkrapping van het monetair beleid in een economie die verder gevorderd is in de cyclus en sterker is blootgesteld aan het herstel dan het Europese vasteland. We hebben daarentegen per saldo geen uitgesproken directionele positie op de rente in de Europese kernlanden en slechts een kleine blootstelling aan de rente in de perifere landen.

Op de bedrijfsobligatiemarkt blijven we uiterst selectief, met posities in specifieke kansen. Tot slot wat obligaties uit de opkomende markten betreft, is China een van onze grootste overtuigingen. Dat lijkt ons namelijk een van de best geleide economieën uit de opkomende landen. China voert een orthodox budgettair en monetair beleid, terwijl in de ontwikkelde landen de schulden van de economische spelers (huishoudens, bedrijven, overheden) de pan uit rijzen. Wij hebben momenteel posities in obligaties in lokale valuta met een rente van om en bij de 3%, veel meer dan Europese en Amerikaanse staatsobligaties bieden. Een mogelijke versoepeling van het monetair beleid en de opname van Chinese staatsobligaties in obligatie-indexen kunnen extra steun bieden.

Bron: Carmignac, Bloomberg, a 5/7/2021

[1]Sinds 16 juni blijkt uit de 'dot plot' dat een meerderheid van de leden van het FOMC nu verwacht dat de richtrente eind 2023 wordt verhoogd; de mediane prognose was minder verruimend en voorspelde tegen dan twee renteverhogingen.

[2]Op basis van onze analyses schatten wij dat de Amerikaanse economie ten laatste in januari 2023 opnieuw aanknoopt met volledige werkgelegenheid (als we ervan uitgaan dat door het specifieke karakter van deze crisis de werkloosheid langzamer afneemt dan gebruikelijk). In een normaler scenario zou dat zelfs al begin 2022 kunnen zijn.

[3]Zowel de koersen van financiële activa als de vastgoedprijzen liggen vandaag hoger dan vóór de crisis.

[4]Meer bepaald de Britse, de Canadese en de Noorse centrale bank.

[5]In Brazilië en Hongarije, bijvoorbeeld, zijn de centrale banken begonnen de rente te verhogen.

[6]In elk geval in Europa, waar (in tegenstelling tot in de Verenigde Staten) de steunmaatregelen meer gericht waren op de bedrijven dan op de huishoudens. In Frankrijk is het aantal bedrijven in wanbetaling tijdens de coronacrisis bijvoorbeeld zeer sterk gedaald (-40%).

Dit document is reclamemateriaal. Dit artikel mag geheel noch gedeeltelijk worden gereproduceerd zonder voorafgaande toestemming van de beheermaatschappij. Het vormt geen inschrijvingsaanbod, noch een beleggingsadvies. De informatie in dit artikel kan onvolledig zijn en zonder voorafgaande kennisgeving worden gewijzigd. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor toekomstig rendement. Verwijzingen naar bepaalde effecten of financiële instrumenten zijn voorbeelden van beleggingen die in de portefeuilles van de fondsen van Carmignac aanwezig zijn of waren. Deze verwijzingen hebben niet tot doel om directe beleggingen in die instrumenten aan te moedigen en zijn geen beleggingsadvies. De Beheermaatschappij is niet onderworpen aan het verbod op het uitvoeren van transacties met deze instrumenten voorafgaand aan de verspreidingsdatum van de informatie. De portefeuilles van de fondsen van Carmignac kunnen op ieder moment worden gewijzigd.