



Het aftellen is begonnen

Juni 2018



Auteur(s)
Didier Saint-Georges

Gepubliceerd
4 Juni 2018

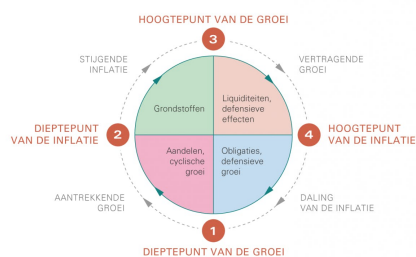
Lengte
6 minuten leestijd

Centrale banken voeren nu al bijna tien jaar een onconventioneel beleid, en voor beleggers was dat een goede reden om het rationele denken overboord te gooien. De economische groeicyclus, de inflatie en zelfs de waarderingen en de risicoconcentratie deden er niet langer toe, aangezien de aankopen van staatsobligaties door de centrale banken doorslaggevend waren voor de prijzen van financiële activa. Door de rente bewust en geprogrammeerd te drukken, maakten de centrale banken korte metten met de volatiliteit, waardoor de kredietsspreads verkrapten en de aandelenmarkten opveerden. Het was ook niet meer van belang dat de begrotingsdiscipline die na de grote financiële crisis van 2008 aan overheden opgelegd werd, ervoor zorgde dat de algemene stijging van de welvaart vooral ten goede kwam aan beleggers en niet aan werknemers. We weten allemaal dat die kloof in de afgelopen twee jaar aan beide kanten van de Atlantische Oceaan heeft bijgedragen aan een politieke omwenteling, waarbij de liberale economische orde ter discussie wordt gesteld en regeringen opgeroepen worden om de begrotingsteugels eindelijk te vieren.

In Italië zetten de anti-establishmentpartijen zich onlangs af tegen de discipline van de Europese Unie, wat gezien kan worden als een van de vele lokale uitingen van het "America First"-syndroom. Dat zet nu al druk op de markten, die bijzonder kwetsbaar geworden zijn, omdat zij zich eensgezind geconcentreerd hebben op dezelfde, door de centrale banken gesponsorde risico's. Voorlopig blijft de wereldwijde groei echter op peil, boeken bedrijven nog altijd benijdenswaardige resultaten en houden de centrale banken vast aan hun nog altijd zeer soepele beleid. Die factoren bieden beleggers nog steeds een vangnet.

De markten, en tegelijkertijd ook actief beleggingsbeheer, zullen pas echt op de proef worden gesteld wanneer de economische situatie en het monetaire beleid minder gunstig worden voor de financiële markten. We zien al de eerste tekenen van een verzwakking van de economische cyclus en bezorgdheid bij de centrale banken. Het aftellen is begonnen.

Economische cyclus weer van invloed op de markten



Bron: Carmignac

Het Italiaanse probleem legt de algemene kwetsbaarheid van de eurozone bloot

Deze keer is het niet anders

De voornaamste economische indicatoren die in mei gepubliceerd werden, bevestigen wat we al eerder zeiden in onze Carmignac's Note van de maand mei ("De storm raast voorbij – de cyclus blijft"), namelijk dat de wereldwijde groeicyclus zal vertragen. Ondanks de fiscale hervorming van Donald Trump trekken de investeringen in de Verenigde Staten nog steeds niet aan en begint de groei van de consumptie te vertragen. In de eurozone staan de economische indicatoren weliswaar nog steeds op een behoorlijk peil, maar zagen we in de laatste twee maanden een duidelijke verzwakking. In Japan constateren we hetzelfde.

En deze keer gaat het naderende einde van de cyclus gepaard met een aantal "klassieke" symptomen, die beleggers echter al bijna tien jaar niet meer zien doordat de markten worden verstoord door de centrale banken. Zo hebben aandelen van cyclische industriële bedrijven met een grote schuld sinds het begin van het jaar zwakker gepresteerd, doken de eerste prijsspanningen op en verhoogden economen hun inflatieverwachtingen, althans in de Verenigde Staten, waardoor de obligatiemarkten onder druk kwamen te staan.

De VS gaan hun gang

Het is niet alleen op het gebied van buitenlandse handel en geopolitiek dat de Verenigde Staten zich veel vrijheid veroorloven.

Door de begrotingsambities van president Trump stijgen de financieringsbehoeften van de federale staat – logisch genoeg – fors, en dat op een moment waarop de Federal Reserve haar stimuli terugschroeft door haar balans af te bouwen in plaats van Amerikaanse staatsobligaties te kopen, zoals ze dat deed tussen 2009 en 2015. Er bestaat geen twijfel over dat die ongelukkige samenloop van omstandigheden voor een groot deel aan de basis ligt van de stijging van de Amerikaanse rente.

In Europa blijft de Europese Centrale Bank daarentegen op grote schaal Europees staatspapier inkopen, ondanks het economische herstel. Een essentieel punt daarbij is dat de eurolanden tot nu toe hun tekorten op gedisciplineerde wijze hebben teruggedrongen. Daardoor piekte het verschil tussen de Duitse en de Amerikaanse tienjaarsrente op 2,5% en zagen we een opmerkelijke convergentie van de rente in de eurozone, althans tot de politieke donderslag in Italië weerklonk.

Begrotingsdiscipline onder druk

Na de in 2016 ontstane bezorgdheid over de eurozone als gevolg van de Amerikaanse presidentsverkiezingen en het brexitreferendum, ebde de vrees voor het uiteenvallen van de eurozone in ieder geval tijdelijk weg toen Macron in 2017 de Franse presidentsverkiezingen won. In zijn campagne had hij namelijk beloofd om niet alleen de Franse economie, maar ook het Europese bestuur te hervormen. De Franse president bood in extremis dus een geloofwaardig alternatief voor het terugschroeven van het Europese project.

We zijn nu een jaar later en op enkele separatistische partijen na pleit geen enkele partij nog uitdrukkelijk voor een vertrek uit de eurozone, en het moeizame verloop van de brexitonderhandelingen met het Verenigd Koninkrijk vormt ook geen voedingsbodem voor separatistisch gedachtegoed. In de eurolanden doet de economie het momenteel dan ook goed. Toch is het anti-Europese vuur niet gedoofd. De publieke opinie is nog altijd bijzonder sterk verdeeld, en een groot deel van de bevolking vindt nog steeds dat de begrotingsteugels moeten gevierd worden om de rijkdom beter te verdelen, overeenkomstig het motto "roy, country first".

Het economische herstel onttrekt de structurele gebreken van de eurozone aan het zicht, maar ze zijn er nog wel

De eurolanden zijn nog lang niet zo ver dat zij een Europese begroting willen die in staat is om bij de volgende economische vertraging de beperkingen van de nationale begrotingen op te vangen

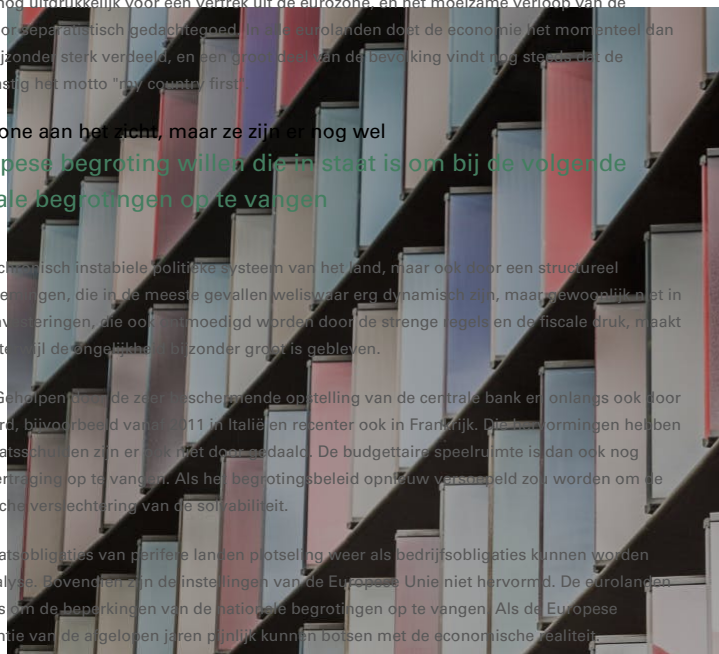
Deze bronnen van spanning zijn momenteel bijzonder sterk in Italië, niet alleen door het chronisch instabiele politieke systeem van het land, maar ook door een structureel probleem. De Italiaanse economie bestaat namelijk voor een groot deel uit kleine ondernemingen, die in de meeste gevallen weliswaar erg dynamisch zijn, maar gewoonlijk niet in staat zijn om te investeren in innovatie en productiviteit. Twintig jaar van ondermaatse investeringen, die ook ontmoedigd worden door de strenge regels en de fiscale druk, maakt dat het gemiddelde beschikbare inkomen in Italië momenteel lager is dan vóór de crisis, terwijl de ongelijkheid bijzonder groot is gebleven.

Het Italiaanse probleem legt echter de algemene kwetsbaarheid van de eurozone bloot. Geholpen door de zeer technische opstelling van de centrale bank en onlangs ook door de sterke economische prestaties zijn er wel enkele structurele hervormingen doorgevoerd, bijvoorbeeld vanaf 2011 in Italië en recenter ook in Frankrijk. Deze hervormingen hebben echter het concurrentievermogen van de landen nog niet voldoende verbeterd, en de staatsschulden zijn er ook niet door gedaald. De budgettaire speelruimte is dan ook nog steeds erg beperkt en zou op dit moment ruim onvoldoende zijn om een economische vertraging op te vangen. Als het begrotingsbeleid opnieuw versimpeld zou worden om de vertragende economieën te stabiliseren, zouden de markten dat zien als een problematische versoepeling van de solvabiliteit.

De recente gebeurtenissen in Italië herinnerden beleggers er op brutale wijze aan dat staatsobligaties van perifere landen plotseling weer als bedrijfsobligaties kunnen worden behandeld, met als gevolg dat de door beleggers geëiste rente afhangt van de kredietanalyse. Bovendien zijn de instellingen van de Europese Unie niet hervormd. De eurolanden zijn nog lang niet zo ver dat zij een Europese begroting willen die, indien nodig, in staat is om de beperkingen van de nationale begrotingen op te vangen. Als de Europese economie vertraagt, zullen er dus weinig stabiliserende factoren zijn en zou de convergentie van de afgelopen jaren pijnlijk kunnen botsen met de economische realiteit.

De komende maanden zullen dus bepalend zijn voor de assetallocatie. Een correcte macro-economische analyse was in jaren niet meer zo belangrijk als nu voor een actief beleggingsbeheer.

Bron: Bloomberg, Carmignac, 31/05/2018



Beleggingsstrategie

Aandelen

De prestaties van de aandelenmarkten werden eens te meer gestuurd door de sectoren. De technologiesector behield zijn voorsprong op de markt. De energiesector veerde ook op, omdat beleggers in hun verwachtingen voor oliemaatschappijen rekening begonnen te houden met de stijging van de prijs voor ruwe olie. Onze positionering in de technologiesector en de olie-industrie droeg opnieuw bij aan het rendement van het fonds. De sectorallocatie werd deze maand nauwelijks gewijzigd, al hebben we een short-positie ingenomen op de financiële sector, die het grootste slachtoffer is van de problemen in Italië.

De prestaties van de regio's liepen in mei behoorlijk uiteen. Zo bleven aandelen van opkomende landen, in het bijzonder in Latijns-Amerika, duidelijk achter. Aangezien onze effectenselectie vooral gebaseerd is op het trackrecord van de bedrijven waarin wij beleggen, in plaats van het land waarin zij gevestigd zijn, hebben we geen grote wijzigingen aangebracht.

De grootste wijziging die we deze maand hebben doorgevoerd, stroomde met die aanpak. We bedoelen onze positie in de Duitse fabrikant van sportartikelen Puma. Nu het bedrijf niet langer gecontroleerd wordt door de groep Kering, denken wij dat het sneller zal kunnen groeien door zich te concentreren op specifieke doelgroepen ("hustle generation" tussen 16 en 24 jaar) en de marges in lijn te brengen met die van sectorgenoten, ongeacht de ontwikkeling van de Europese conjunctuur.

Obligaties

De politieke ontwikkelingen in Italië hebben aan het eind van de maand in alle perifere eurolanden voor rentespanningen gezorgd. Tegelijkertijd is de rente van de kernlanden van de eurozone fors gedaald. In het kader van ons flexibele beheer hebben we in Europa onze short-posities op Duitse staatsobligaties aan het eind van de maand fors teruggebracht. Voorts hebben we een long-positie ingenomen op Amerikaanse staatsobligaties, omdat deze een verzekering vormen tegen het systeemrisico en toch een behoorlijk rendement bieden.

Tegelijkertijd gaat de normalisering van het Amerikaanse monetaire beleid voort, wat voor spanningen blijft zorgen op de internationale obligatiemarkten. De opwaartse druk op de risicopremies van bedrijfsobligaties houdt aan en rechtvaardigt een verlaging van onze kredietblootstelling. We blijven toegespitst op enkele emittenten met een volgens ons aantrekkelijke risico-rendementsverhouding, zoals het farmaceutische bedrijf Teva en het telecommunicatiebedrijf Altice.

De verruiming van de risicopremies van staatsobligaties van opkomende landen hebben echter alleen maar tot een aanpassing van ons valutabeheer geleid: de rente is aantrekkelijker dan in de ontwikkelde landen, en de landen waaraan we zijn blootgesteld, zijn fundamenteel gezond.

Valuta's

Op de valutamarkten vonden in mei sterke schommelingen plaats. De klim van de dollar tegenover de euro versnelde, maar de meeste aandacht ging uit naar de valuta's van opkomende landen. Deze vielen namelijk allemaal terug. Bovendien werd de daling nog versterkt doordat een aantal valuta's in een crisis dreigt te belanden, zoals de Turkse lira en de Argentijnse peso. Om de rust te laten terugkeren moeten de betreffende landen met een geloofwaardig economisch programma komen. Argentinië heeft een aantal veelbelovende signalen afgegeven, waardoor de peso zich aan het eind van de maand stabiliseerde.

In dat woelige klimaat blijft onze valutastrategie gericht op risicobeperking. Zo hebben we onze long-positie op de yen versterkt, omdat de Japanse valuta de voorbije weken zijn rol van veilige haven goed heeft vervuld. Voorts hebben we de weg van de dollar in onze algemene allocatie fors verhoogd en hebben we de afdekking van het valutarisico van onze posities in valuta's van opkomende landen om tactische redenen verhoogd.

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.