Onstabiel Equilibrium

Auteur(s)
Didier Saint-Georges

Gepubliceerd
16 April 2021

Lengte
7 minuten leestijd

Nadat we in onze Note van maart, "Wat betekent de stijging van de rente voor de markten?", hadden vastgesteld dat er een problematiek is die de aandelenmarkten en de rente verbindt, gaan we na hoe deze zich verder zal ontwikkelen. De informatie die in maart bekend is geworden, bevestigt voorlopig het risico van een scenario waarin de obligatierente verder oploopt, en daarmee van een nieuwe periode van volatiliteit voor de aandelenmarkten. Dit risico wordt echter getemperd door de reeds afgelegde weg en door verschillende matigende krachten die een ongebreidelde economische groei op langere termijn beletten. De eerstkomende tijd moet het beheer er daarom vooral op gericht zijn een eventuele periode van instabiliteit op de markten zo goed mogelijk op te vangen, zodat we het sterke potentieel van onze langetermijnbeleggingen kunnen behouden. De ontwikkelingen van de komende maanden, zowel op economisch als op politiek vlak, kunnen beslissend zijn voor de kristallisatie van een nieuwe trend op de financiële markten.

De vertraging van de vaccinatiecampagnes in Europa komt de regio nu duur te staan

Het risico op oververhitting van de Amerikaanse economie bestaat nog steeds

Sinds enkele weken ontkomen ook de Verenigde Staten niet aan een nieuwe stijging van het aantal besmettingen als gevolg van de verspreiding van agressievere varianten van het coronavirus. Maar dankzij het voortvarende vaccinatieprogramma, waarbij momenteel dagelijks 0,8% van de bevolking wordt ingeënt, is de gezondheidssituatie er een stuk minder verslechterd dan in Europa en de opkomende landen (met uitzondering van China), en stijgt het aantal ziekenhuisopnames er niet. Daardoor is de heropening van de Amerikaanse economie al in volle gang wanneer wordt begonnen met het uitdelen van de cheques voor de huishoudens als onderdeel van het reddingsplan van de regering-Biden. Wij schatten dat inmiddels 50% van de activiteit in de sectoren die eerder op slot moesten, zoals de horeca, de luchtvaart en recreatie, is hervat. Hoogfrequente data wijzen er bovendien op dat de werkgelegenheid in de meeste Amerikaanse staten blijft toenemen. Hiermee zal de economie waarschijnlijk stevig blijven groeien en is een bbp-stijging van meer dan 7% in de Verenigde Staten dit jaar denkbaar. In dit opzicht komt de vertraging van de vaccinatiecampagnes in Europa de regio nu duur te staan, want daardoor zijn er nieuwe beperkingen aan de economische activiteit opgelegd die zeker nog enkele maanden zullen duren. Bijgevolg zal de groei in Europa dit jaar waarschijnlijk niet boven de 4% uitkomen, ondanks een zeer gunstig basiseffect. **Dit verschil in economische dynamiek verklaart voor een groot deel waarom de dollar sinds begin dit jaar is gestegen, ondanks het steeds hoger oplopende begrotingstekort van de Amerikaanse overheid.** De combinatie van een langdurig onderdrukte consumentenvraag die eindelijk kan worden beantwoord, en een kennelijk onbegrensd fiscaal stimuleringsprogramma voedt het scenario van mogelijke oververhitting van de Amerikaanse economie, dat wil zeggen economische groei die gepaard gaat met inflatiedruk.

Het dilemma van de centrale banken

Zoals we in onze Note van maart uitlegden, staat de Fed in zekere zin voor een onmogelijke keuze: die tussen het risico van oververhitting of het risico dat de markten instorten. Of principiëler geformuleerd: wat weegt zwaarder, de plicht om de prioriteiten van een democratisch gekozen regering te respecteren, of de plicht om de stabiliteit van het financiële systeem te waarborgen? Want één ding is duidelijk: de regering-Biden is vastbesloten haar herstelplan (American Jobs Plan) van 2.000 miljard dollar door te voeren, binnenkort gevolgd door een sociaal stimuleringsplan van nog eens 1.000 miljard. Opnieuw gaat het om gigantische bedragen, en gezien de politieke noodzaak om de economische groei zeker tot aan de tussentijdse verkiezingen van eind 2022 te ondersteunen, zal het stimulerende begrotingsbeleid waarschijnlijk ook volgend jaar worden voortgezet. Door in deze situatie te wachten met de verkrapping van haar monetair beleid voedt de Fed de vrees voor een inflatoire oververhitting op termijn, en draagt daarmee bij aan een stijging van de lange rente. De beleggers vrezen namelijk, en terecht, dat de tijdelijke inflatie die dit jaar wordt veroorzaakt door de basiseffecten, het herstel van de vraag en de opstoppingen in de toevoerketens, niet meer te stuiten zal blijken als de consumenteninkomens stijgen en de werkloosheid daalt, twee expliciete doelen van Bidens herstelplan. **Als de langetermijnrente verder stijgt, is dat niet alleen een risico voor de waardering van financiële activa, maar ook voor sommige bedrijfstakken, om te beginnen de vastgoedsector.** De Fed staat dan ook zwaar onder druk om haar monetair beleid eerder dan gepland te verkrappen (door de maandelijkse obligatieaankopen af te bouwen en de beleidsrente te verhogen). Een dergelijke verkrapping zou echter onvermijdelijk tot gevolg hebben dat de rente op kortere termijn omhooggaat, wat weer een risico betekent voor de markten en misschien wel voor de hele economie. **Dit dilemma rechtvaardigt naar onze mening een zeer actief beheer van het renterisico in onze obligatieportefeuilles.**

Wat dat betreft, heeft de achterlopende Europese cyclus (niet alleen als gevolg van het haperende vaccinatiebeleid, maar ook door de relatief bescheiden omvang van de steunpakketten vergeleken met de VS) tot nu toe in elk geval het voordeel dat de Europese rente minder onder druk staat. **Paradoxaal genoeg is deze achterstand ook de belangrijkste verklaring voor de recente outperformance van de Europese aandelenmarkten, en vooral de cyclische sectoren.** Maar de markten en de economie kennen geen landsgrenzen en daarom is er een reële kans dat Europa zijn achterstand inhaalt ondanks de structurele remmende factoren, zeker als het vaccinatieprogramma eindelijk op stoom komt. **Gelet op dit alles zijn wij op de Europese obligatiemarkten voorzichtiger geworden.**

> Net als aan het einde van de jaren 60 zijn de Verenigde Staten hun economisch beleid momenteel drastisch aan het omgooien

Het wankele evenwicht op de financiële markten

Vooralsnog wint het enthousiasme over het economische herstel het bij de beleggers van de vrees voor oververhitting, een aanhoudende stijging van de inflatie en een sterke rentestijging, risico's die vooral in Europese ogen nog enigszins denkbeeldig kunnen lijken. Bovendien is er al een indrukwekkende weg afgelegd – conjunctuurgevoelige aandelen hebben het de laatste tijd uitstekend gedaan, en dit eerste kwartaal was voor Amerikaanse dertigjarige staatsobligaties het slechtste sinds 1919! Bovendien blijven de demografie, de torenhoge schulden en technologische doorbraken krachtige structurele deflatoire factoren. Die laatste zijn door de coronacrisis zelfs nog versterkt. Vorige maand hebben we toe dat wij – naast een tactische positionering in bepaalde sectoren die van de economische opleving profiteren – vanwege deze matigende factoren een aanzienlijke blootstelling hebben aan hoogwaardige technologieaandelen met uitstekende winstvooruitzichten op middellange termijn, die de waarderingen immers kan hebben regelen. Als risicobeheerders mogen we de ogen echter niet sluiten voor de mogelijkheid dat het nieuwe leven van de Amerikaanse economie wordt ingeblazen door een verandering van het paradigma van de afgelopen tien jaar inluidt, want net als aan het einde van de jaren 60 zijn de Verenigde Staten hun economisch beleid momenteel drastisch aan het omgooien. **Overigens, als het "Amerikaanse exceptionalisme" niet meer voldoende zal zijn om het torenhoge opgelopen begrotingstekort te verklaren, bestaat de kans dat de dollar net als toen uiteindelijk de tol moet betalen en zal dalen, wat gunstig zou zijn voor de opkomende markten.** De rente zal onder druk blijven oplopen, ook dat voor de maanden in het teken staan van de langetermijntrends waarvan wij het meest overtuigd zijn en die soms, zoals in het geval van de Europese positie, zelfs worden versterkt door het Amerikaanse begrotingsbeleid. Tegelijkertijd zullen we de opeenstapeling van onevenwichtigheden in de markten scherp in de gaten houden.

Bron: Carmignac, Bloomberg, 31/03/2021

Beleggingsstrategie

Aandelen

In de Verenigde Staten verloopt het herstel van de cyclus sneller als gevolg van de stimuleringspakketten, het verruimende monetair beleid en de heropstart van de economie. Zoals verwacht was dit gunstig voor de meest conjunctuurgevoelige sectoren, zoals grondstoffen en banken. De aandelen met de hoogste waarderingsratio's leden daarentegen nog steeds onder de stijgende rentetarieven.

Omdat de markt de positieve effecten van deze voorspoedige economische groei volgens ons al grotendeels heeft ingeprijsd, handhaven wij het voorzichtige risicoprofiel van de aandelenportefeuille en hebben we sommige aandelen waarvan we minder overtuigd waren, van de hand gedaan. De huidige situatie op de markten is voor ons ook reden om te blijven beleggen in bedrijven die op middellange termijn duidelijke vooruitzichten bieden wat betreft hun winstgroei, vooral doordat ze hun marges goed onder controle hebben – zeker als de inflatie stijgt. Dergelijke bedrijven profiteren doorgaans van structurele trends, zoals de digitale transformatie van het bedrijfsleven. De technologiegerelateerde uitgaven als percentage van het Amerikaanse bbp zullen het komende decennium waarschijnlijk verdubbelen, wat op middellange termijn een aantrekkelijke groei zou opleveren voor bepaalde software- en cloudbedrijven.

Deze langetermijnthema's weerhouden ons er niet van om tactische posities in te nemen in bedrijven die profiteren van de heropening van de economie, met name in Europa. De vertraging in Europa ten opzichte van de Amerikaanse cyclus zou voor bepaalde aandelen aantrekkelijke vooruitzichten moeten bieden, vooral in het toerisme. Bovendien betekent de lagere rente vermoedelijk dat de Europese aandelenmarkten beter opgewassen zullen zijn tegen de eventuele volgende rente-/inflatiestijging.

Verder is de Chinese markt de afgelopen weken teruggevallen door winstnemingen en de toenemende impact van een aantal onzekere factoren, vooral met betrekking tot de relatie tussen China en de VS. Omdat de cyclus in China verder gevorderd is dan elders in de wereld, bestaat de kans dat de economie er de komende maanden afzwakt, wat gunstig zou zijn voor de aandelen met goede winstvooruitzichten waarin wij belegd zijn.

Obligaties

De afgelopen maand liepen de groei- en inflatieverwachtingen in de Verenigde Staten gestaag op. Voor de zeer korte termijn berusten deze nog op een stijging van de inflatie, die vooral het gevolg is van krachtige basiseffecten vanwege de daling van de olieprijzen en van de sectoren die het zwaarst worden getroffen door de crisis. Daarbij komen het vooruitzicht op de heropening van de Amerikaanse economie, mogelijk gemaakt door een zeer ambitieuze en effectieve vaccinatiecampagne, en op langere termijn het ongeziene steunpakket van de regering-Biden en een Federal Reserve die ondanks alles opnieuw heeft aangegeven haar uiterst verruimend beleid voorlopig niet te wijzigen. Beleggers lopen dan ook vooruit op een hogere nominale en reële rente, die ook onze short-posities in Amerikaanse obligaties ten goede zou komen.

In Europa is de situatie heel wat minder voorspoedig, zowel wat de vaccinatiecampagne als de economie betreft, met als gevolg dat Europese staatsobligaties het beter deden dan Amerikaanse. Toch denken wij dat ook in Europa de reflatiedruk op korte termijn zal toeslaan, en als in het tweede kwartaal op grote schaal vaccins beschikbaar zullen zijn, zal dit een belangrijke impuls geven aan de heropening van het continent in de komende maanden.

Daarom hebben wij het obligatierisico in de portefeuille verder afgebouwd en het zwaartepunt verlegd naar segmenten die bij de normalisatie van de rente achterblijven. In dit verband hebben wij het grootste deel van onze beleggingen in staatsobligaties van perifere eurolanden verkocht. Ook hebben we de relatieve stabiliteit op de kredietmarkt benut om onze blootstelling te verminderen. De kredietspreads bieden namelijk slechts weinig bescherming tegen een sterke stijging van de rente. Daarbij hebben we vooral onze posities in achtergestelde bankobligaties en in de toeristische sector, die het de afgelopen tijd zeer goed hebben gedaan, afgebouwd. We houden een zeer selectieve portefeuille bedrijfsobligaties in bedrijven die specifiek blootstelling hebben aan de heropening van de economie, en in de energiesector waar de spreads het mogelijk maken een rentestijging op te vangen of zelfs van een prijsstijging te profiteren.

Voor de obligaties van de kernlanden hanteren wij nog steeds een zeer actief beheer. We gebruiken een uitgebreid instrumentarium om het renterisico te beheren, zoals short-posities op nominale of reële rentes of long-posities die kunnen inspelen op de inflatieverwachtingen. Om te kunnen profiteren van het feit dat de "grote" economieën zich in verschillende fases van de cyclus bevinden, hanteren we per rentecurve een aparte benadering. Dit betreft vooral posities in de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk en in mindere mate Duitsland.

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.