



Wegen die nergens naartoe leiden

Oktober 2019



Auteur(s)
Didier Saint-Georges

Gepubliceerd
4 Oktober 2019

Lengte
7 minuten leestijd

Maand na maand gaat voorbij en we krijgen intussen al vijf maanden hetzelfde spektakel te zien: markten die schipperen tussen de hoop op een economisch herstel – regelmatig aangewakkerd door een potentieel handelsakkoord tussen de VS en China – en de vaststelling dat de centrale banken steeds machtelozer staan tegenover de algemene economische achteruitgang, waarover ze de controle hebben verloren.

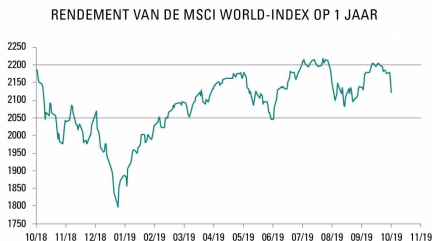
Het daadkrachtige optreden van de ECB en enkele bemoedigende signalen in het handelsoconflict maakten dat de schade, die bepaalde indicatoren begin augustus op de beurzen hadden aangericht, min of meer werd uitgewist. Maar de afwachtende houding van de Fed en de milde toon die ze aansloeg toen ze de beleidsrente met een bescheiden 0,25% verlaagde, evenals de beperkte invloed die de ECB nog op de markten heeft, hebben verhinderd dat de aandelenmarkten verder konden stijgen. Noch de Eurostoxx, noch de Amerikaanse S&P500, noch de Japanse Nikkei zijn erin geslaagd om het derde kwartaal van 2019 ver boven het niveau van eind april af te sluiten, dat werd bereikt na de algemene opluchting van begin dit jaar. De dollar wordt nog steeds ondersteund door een te streng monetair beleid in de VS, wat grotendeels de slechte resultaten van de aandelenmarkten in de opkomende landen verklaart, die ver onder hun hoogste niveaus van dit jaar blijven. De wereldwijde obligatenmarkten en aandelen van consoliderende namyn alsmaar prestatie van augustus.

Welk pad beleggers in deze eindfase van de cyclus ook kiezen, echt van zin het denken is dat

Deze markttrends zijn tegenwoordig niet zo verrassend meer. Welk pad beleggers in deze eindfase van de cyclus ook kiezen, echt van zin het denken is dat overal ter wereld is het monetair beleid al bijzonder verruimd (drieënvertig renteverlagingen wereldwijd sinds het begin van het jaar), en met nog meer vrolijk effect. De Fed weigert nog steeds om een versnelling hoger te schakelen. De Chinese economie leeft niet op. Op macro-economisch gebied is er de hoop dat de laatste stimuleringmaatregelen de conjunctuur te hulp zullen schieten, maar dat is slechts mogelijk in het tempo waarmee er een politieke consensus wordt bereikt, wat volgens de markten heel lang gaat. Dan kunnen we enkel nog uitkijken naar een Chinees-Amerikaans handelsakkoord, dat ondertussen voor beide partijen een vaststaande beslissing is, en zo al dan de hoop op een eindejaarsprint op de markten in leven houdt.



Op die manier wordt de eindfase van de cyclus verlengd, blijven de aandelenindices binnen een relatief brede bandbreedte schommelen en blijft de rente erg laag. In deze context is onze blootstelling aan aandelen en obligaties van zeer goede kwaliteit nog steeds gerechtvaardigd. Deze sterke polarisering houdt niettemin het gevaar in dat cyclische waarden nu en dan plots en kortstondig omhoog schieten, zoals bijvoorbeeld het geval was begin september, maar afgezien van de gevolgen op korte termijn van de bewogen politieke actualiteit, zou een strenge effectenselectie op basis van voorspelbaarheid en waardering over alle aandelenklassen heen het verschil moeten blijven maken met de indices.



Bron: Carmignac, Bloomberg, 02/10/2019

Bij de aftrap van het laatste kwartaal van 2019 is het tijd om te beginnen na te denken over hoe de markten zich in 2020 zullen gedragen. De voorbije twee jaar stonden in het teken van een conjuncturele vertraging en structureel deflatoire krachten die worden gevoed door ingrijpende demografische en technologische veranderingen en die nog in de hand worden gewerkt door de ongeziene wereldwijde schuldenlast. Deze vertraging werd in 2018 eerst zwaar afgestraft door de markten, omdat de centrale banken hiervoor aanvankelijk geen aandacht hadden, hoewel ze hun ongelijk daarna moesten toegeven en hun beleid vervolgens begonnen te versoepelen door de rente nog verder te verlagen. Hierdoor konden de aandelenmarkten zich in de eerste vier maanden van 2019 herstellen.

Door deze adempauze voor de markten zou men bijna de hoofdzak uit het oog verliezen: de monetaire beleidsmaatregelen hebben steeds minder effect op de reële economie, en het wordt steeds duidelijker dat ze niet zullen volstaan om de huidige wereldwijde vertraging tegen te houden, zeker als de huidige politieke onzekerheid overal ter wereld blijft aanhouden.

Het ziet er dus naar uit dat 2020 in tegenstelling tot 2019 een belangrijk overgangsjaar wordt voor de markten, want er zullen nieuwe opties overwogen moeten worden. Als er namelijk geen overtuigende remedie gevonden wordt tegen de steeds grotere onmacht van de centrale banken, zal er zich wellicht een scenario van macro-economische achteruitgang voltrekken, met voorspelbare gevolgen voor de risicoactiva. Deze hypothese is in deze fase niet ons basisscenario, omdat ze veronderstelt dat politici zich als slaapwandelaars zullen gedragen, terwijl de Amerikaanse president Donald Trump, de Fed, China en de Duitse regering in Europa er geen van allen belang bij hebben dat er in hun land een recessiedynamiek ontstaat. Toch blijven we best op onze hoede. Het zou niet de eerste keer zijn dat er zware fouten worden gemaakt in het economisch beleid.

Een ander mogelijk en a priori gunstiger scenario is dat er eindelijk krachtige fiscale stimuleringsmaatregelen in stelling worden gebracht.

In Europa is dit het scenario waarvoor de Europese Centrale Bank zelf pleit, en we kunnen gerust stellen dat de overdracht van het voorzitterschap van Mario Draghi naar Christine Lagarde hieraan weinig zal veranderen. Naast de grotere fiscale inspanningen van Duitsland, zal het idee van een fiscale unie in de eurozone, die het pad zou ebanen voor een echte omvangrijke Europese begroting, mogelijk weer opgang maken nadat het weigerachtige Duitsland dit idee lange tijd heeft verworpen. En de ECB zou via stimuleringsmaatregelen min of meer openlijk de vereiste kunnen verschaffen voor een mogelijk herstel onder impuls van hogere begrotingsuitgaven.

In de VS kan de groei sterk aangewakkerd worden door een concreet gebaar van Donald Trump om een Chinees-Amerikaans handelsakkoord af te dwingen, want het is nu wel duidelijk dat de politieke onzekerheid daarover een flinke rem zet op de investeringen van Amerikaanse bedrijven.

Een van de schaduwzijden van dit optimistische scenario is het tijdschema. De veronderstelling is immers dat politieke besluiten proactief genomen worden, en niet noodzaak voor economieën die al te sterk verzwakt zijn en onder druk van spanningen op de financiële markten. Voorts wordt in dit scenario verondersteld dat Peking – al vier jaar maar om het verstand te laten spreken – Donald Trump als presidentskandidaat de hand zal reiken, zodat hij met geheven hoofd zijn onpopulaire handels in het handelsverkeer kan laten ernstige economische gevolgen kan laten varen.



Zelfs als de joker van de fiscale stimuleringsmaatregelen uiteindelijk wordt ingezet, is het naïef om te denken dat er daarna een eenvoudige terugkeer naar de 'normaliteit' zal volgen

Zelfs als politici eindelijk de joker van de fiscale stimuleringsmaatregelen inzetten, is het naïef om te denken dat er daarna een eenvoudige terugkeer naar de 'normaliteit' zal volgen. Integendeel, na jaren van financiële repressie zou het vooruitzicht van een radicale ommekeer in het economisch beleid (waarvan Elizabeth Warren, een van de Democratische presidentskandidaten, een pleitbezorger zou kunnen worden in de VS) de positionering van beleggers, die soms extreem gepolariseerd is, zwaar op de proef stellen. Dit zou de volatiliteit bij alle activaklassen, inclusief de valuta's, waarschijnlijk fors doen toenemen. Men mag daarbij niet vergeten dat de beursstijging uit de eerste helft van 2019 en de vijf maanden durende consolidatiefase dankzij de aanhoudende verlaging van de rente die daarop volgde, een periode van respijt was na het waarschuwingsschot dat in 2018 werd gelost. Als deze trend zich in 2020 op de markten blijft voortzetten, zullen ze een erg smalle scheidingslijn bewandelen tussen het scenario van een recessie en dat van een omvangrijk fiscaal herstelbeleid. Reden genoeg dus om ons niet alleen te richten op effectenselectie, maar ook meer directionele beleggingsstrategieën te implementeren.

Bron: Carmignac, Bloomberg, 30/09/2019

Beleggingsstrategie

Aandelen

Een nieuwe toenadering in het handelsoverleg de VS en China en de hoop op fiscale stimuleringsmaatregelen zorgde in de eerste helft van de maand voor een uitgesproken verschuiving op de aandelenmarkten van defensieve naar cyclische sectoren. De intensiteit van deze verschuiving werd in de hand gewerkt door de extreme positionering van beleggers, die de meest cyclische segmenten al geruime tijd links hadden laten liggen.

Aangezien aandelen vaak een hoger dividendrendement opleveren dan staatsobligaties uit kernlanden, blijft het risico op een zware correctie klein en behouden we dus een positieve aandelenblootstelling. De kern van onze portefeuille blijft niettemin gericht op effecten van uitstekende kwaliteit, die normaal beter zullen blijven presteren in een structurele en conjuncturele context van lagere groei waarin de doeltreffendheid van het monetair beleid zijn limieten nadert. Aangezien de waarderingen van deze effecten intussen al sterk zijn gestegen, houden deze nauwlettend in de gaten. We hebben we een groot deel van onze effecten in het veelbelovende fintech-segment dan ook verkocht na hun sterke beursprestaties, ten gunste van Square. Dit bedrijf uit Silicon Valley is een belangrijke producent van betaalsystemen voor zelfstandige winkeliers zoals bakkers, bloemenwinkels, kroegen, enzovoort. We handhaven een lichte tactische blootstelling aan de Europese bankensector met het oog op een evenwichtige portefeuille-indeling en omdat de Europese Centrale Bank in september kenbaar maakte de kosten van de negatieve rente voor deze sector te willen verminderen.

Obligaties

In Europa kondigde ECB-voorzitter Mario Draghi een pakket monetaire verruimingsmaatregelen aan, met onder meer een renteverlaging, hervatting van het activa-aankoopprogramma, versoepeling van de voorwaarden voor gerichte langlopende herfinancieringstransacties (TLTRO) en de invoering van een gelaagd systeem voor de negatieve rente die de banken betalen. In de VS verlaagde Jerome Powell de beleidsrente met 0,25%, maar voorlopig weigert hij hierin de start van een echte versoepelingscyclus te zien. De markt had deze aankondigingen grotendeels zien aankomen, waardoor de rente op staatsobligaties van kernlanden in september licht is gestegen, nadat ze in augustus een recordniveau bereikt had. Deze consolidatiefase had ook te maken met de hoop op een toenadering in het handelsconflict tussen China en de VS, na de onrustwekkende ontwikkelingen van de voorgaande maand. In deze context hebben we onze rentegevoeligheid verlaagd, met name in Europa, waar de rente een extreem niveau bereikt heeft.

We blijven niettemin inzetten op een afvlakking van de rentecurve en het convergeren van de creditspreads van de perifere eurolanden, met name Italië en Griekenland. In de VS blijft de Fed onder druk staan om het beleid te versoepelen om de binnenlandse economie te ondersteunen, die steeds meer signalen van verzwakking vertoont, en om de spanningen op de geldmarkt het hoofd te bieden en de futloze wereldeconomie vooruit te helpen. We blijven dus positief gestemd over Amerikaans schatkistpapier. Bij de bedrijfsobligaties blijven we erg selectief in deze context van zeer hoge waarderingen. We blijven beleggen in achtergestelde bancaire obligaties uit Europa, die normaal ondersteund zullen worden door de invoering door de ECB van een gelaagd systeem voor de negatieve rente die de banken betalen. Bij de obligaties uit de opkomende landen behouden we een beperkte positie in Turkse overheidsobligaties in harde valuta's vanwege de stagnerende inflatie die manoeuvreerruimte biedt voor de centrale bank.

Valuta's

Hoewel het renteverskil tussen de VS en Europa een pluspunt had moeten zijn voor de eenheidsmunt, boekte de dollar opnieuw winst ten opzichte van de euro. Het ogenschijnlijke vertrouwen van de leden van de Amerikaanse Federal Reserve in het tijdelijke karakter van hun beleidsversoepeling en de economische verrassingen in de VS die volgens internationale beleggers beterschap beloven, waren een positieve factor. De dollar zit gekneld tussen twee vuren, met enerzijds de repatriëring van kapitaal door Amerikaanse beleggers en het gebrek aan liquiditeit op de geldmarkt die de munt ondersteunen en anderzijds de dure waardering en de nog steeds ongunstige ontwikkeling van het dubbele tekort in de VS (van de lopende rekening en het begrotingstekort).

Onze interpretatie van de Amerikaanse conjunctuur is minder optimistisch dan die van de leden van de Fed en de markten. Vandaar dat we terughoudend blijven ten aanzien van de dollar en een deel van onze blootstelling aan Amerikaanse activa afdekken. Voorts denken we dat naarmate de verkiezingen dichterbij komen het debat over een met nieuwe schulden gefinancierd fiscaal herstelbeleid, dat verschillende Democratische kandidaten na aan het hart ligt, de vrees bij beleggers mogelijk opnieuw zal doen toenemen.

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.