

CARMIGNAC - VOORUITZICHTEN VOOR DE EERSTE HELFT VAN 2025

10/12/2024 | RAPHAËL GALLARDO, KEVIN THOZET

WIE IS ER BANG VOOR OBLIGATIEWAAKHONDEN?

- Na het 'grote verkiezingsjaar' is het populisme terug, maar zal de fiscale realiteit hard toeslaan.
- De inflatieverhogende verkiezingsbeloften zullen op de proef worden gesteld door de obligatiemarkten, met name in de VS.
- In de eurozone dreigt de huidige politieke crisis in Frankrijk over te slaan op de rest van de regio en in China blijft de groei kwakkelen vanwege de politieke weerstand tegen een significante stimulering van de consumptie. Als de obligatiewaakhonden weer op het toneel verschijnen, zou dat kunnen leiden tot een geografische marktrotatie. Een dergelijke situatie vraagt om diversificatie.
- Als de obligatiewaakhonden weer op het toneel verschijnen, zou dat kunnen leiden tot een geografische marktrotatie. Een dergelijke situatie vraagt om diversificatie.
- Op de aandelenmarkt zien we kansen om weer in te zetten op ondergewaardeerde Europese aandelen en 'vrienden van Trump'.
- Op het gebied van vastrentende waarden zijn kortlopende obligaties met een investment-grade-rating, high-yield-bedrijfsobligaties en inflatiegekoppelde obligaties aantrekkelijk.

ECONOMISCHE PERSPECTIEVEN – RAPHAËL GALLARDO, CHIEF ECONOMIST



2024 was het 'grote verkiezingsjaar', waarin bijna 40% van de wereldbevolking (goed voor 60% van het mondiale bbp) naar de stembus ging. Hoewel de zittende regeringen een aantal van de onorthodoxe beleidsmaatregelen van hun tegenstanders omarmden, werd 80% van hen omvergeworpen door de wereldwijde populistische golf. De afgelopen drie decennia is de ongelijkheid toegenomen en bleef het reële mediane loon vrijwel gelijk. Toen de inflatie in 2021-2023 weer de kop opstak, was de maat dan ook vol voor kiezers en keerden ze de marktvriendelijke orthodoxie, die in de VS verankerd ligt in de Washington-consensus, de rug toe.

In 2025 krijgen populistische leiders, gekozen op basis van een anti-inflatieprogramma, te maken met de fiscale realiteit: een hardnekkige inflatie (een wereldwijd fenomeen, bijv. in China) en hun onhoudbare begrotingsplannen zullen resulteren in hoge reële financieringskosten en uiterst nerveuse valutamarkten. De populisten krijgen de rekening gepresenteerd en dat zal het geduld van de zogenaamde 'obligatiewaakhonden' op de proef stellen, vooral omdat alle grote centrale banken hun balans afschalen. Als gevolg daarvan komt er minder volatiliteit op de markten, wat het smeermiddel is van de obligatiemarkten. Als deze machtige beleggers uit protest tegen het ogenschijnlijk onhoudbare begrotingsbeleid hun obligaties zouden gaan verkopen, zou er een ware overvloed aan obligaties op de markt komen. De financieringskosten zouden vervolgens de hoogte inschieten en de wisselkoers zou afzakken – met een vicieuze cirkel van inflatie en consequenties voor de reële economie tot gevolg.

De terugkeer van 'populist-in-Chief' Trump zal vrijwel zeker leiden tot een onmiddellijke aanscherping van het migratiebeleid en nieuwe importheffingen, wat weegt op aanbodzijde van de Amerikaanse economie. De binnenlandse vraag zou juist profiteren van de deregulering en belastingverlagingen die hij in het vooruitzicht heeft gesteld. Daardoor gaat de economie met ongeveer 2,5% blijven groeien, al zal dit gepaard gaan met een hardnekkige inflatie (boven het streefbereik) en hoge reële financieringskosten, vooral voor huishoudens met een laag inkomen. Deze 'niet-inclusieve' groei zal de sociale frustratie die het electoraat van Trump mobiliseerde, alleen maar verergeren. Trump is zich bewust van zijn politieke kwetsbaarheid in het Huis van Afgevaardigden (een flinterdunne meerderheid) en zal de druk voelen dat hij zijn verkiezingsbeloften van belastingverlagingen en een industriële heropleving moet waarmaken. Hierbij krijgt hij te maken met de beperkende invloed van een verzadigde obligatiemarkt en een sterke dollar die van de NASDAQ afhankelijk is. In zo'n situatie verandert een populist opeens in een verstoorder.

Net als zijn voorgangers Franklin D. Roosevelt, Nixon en Reagan zal Trump in de verleiding komen om de externe en fiscale beperkingen af te zwakken en wat speelruimte te creëren door de kosten van de beleidsaanpassing over te hevelen naar de rest van de wereld. Dit kan via een daling van de dollar (Plaza II) of door een financiële repressie op te leggen aan zijn bondgenoten (via de uitgifte van oorlogsobligaties aan NAVO+-bondgenoten). Als laatste redmiddel zou Trump de onafhankelijkheid van de Fed kunnen ondermijnen.

Wat de eurozone betreft, wordt de politieke en fiscale ontwikkeling van Frankrijk volgend jaar de belangrijkste drijvende kracht. Als de Franse politiek de woekergroei van het begrotingstekort niet weet om te keren, kan de institutionele crisis zich ontwikkelen tot een financiële crisis met wereldwijde gevolgen. Over de hele wereld wordt er immers belegd in Franse staatsobligaties en Franse banken zijn wereldwijd actief. Belangrijker nog is dat de huidige impasse een afstraffing is voor de Europese Unie, die er in 25 jaar niet in is geslaagd om een mechanisme voor begrotingsdiscipline af te dwingen bij de lidstaten, wat toch een essentiële voorwaarde is voor een duurzame monetaire unie. Zolang het land onbestuurbaar is, kan het niet gered worden door de vangnetten die na de Griekse crisis zijn ingericht (ESM, OMT, TPI). Daardoor kunnen er opnieuw twijfels ontstaan over de houdbaarheid van de euro. In tegenstelling tot de Verenigde Staten, die schulden hebben in hun eigen munt en hun militaire macht kunnen omzetten in geld, kan Frankrijk zijn schulden niet verlagen of zijn valuta devalueren. De pijn van de begrotingsaanpassing zal voelbaar zijn in de reële economie, met name op de arbeidsmarkt.

China staat al op de rand van schuldendeflatie, oftewel Japanisering, maar houdt vast aan een reactief beleid van minimale stimuleringsmaatregelen en weigert om ideologische redenen beleid te voeren dat de consumentenbestedingen zou kunnen stimuleren. De stabilisatie van de woningprijzen in de tier-1-steden is onvoldoende om de woningbouwactiviteit op nationaal niveau te bevorderen. Xi's prioriteit ligt bij het opbouwen van een exportgerichte en technologisch geavanceerde economie die bestand is tegen sancties. Door het dystopische toezicht op de bevolking slaagt Beijing erin om meer maatschappelijke frustratie politiek te overleven. Als er tijdens de parlementaire zitting van maart geen concrete stimuleringsmaatregelen worden aangekondigd, moeten we terughoudend blijven over de Chinese economie.

BELEGGINGSSTRATEGIE – KEVIN THOZET, LID VAN HET INVESTMENT COMMITTEE



De wereldwijde markten hebben de post-electorale uitzonderingspositie van de Verenigde Staten snel ingeprijsd, terwijl de Europese en opkomende markten vastzitten op een historisch gezien laag waarderingsniveau. Als de obligatiewaakhonden weer opstaan en de uitzonderingspositie van de VS omslaat in disruptie, zou dat een katalysator kunnen zijn voor een grote geografische rotatie. In deze omgeving gaat onze voorkeur uit naar:

Gediversifieerde en gemengde wereldwijde aandelen

We verwachten dat de VS aan het begin van het jaar beter zal presteren (gezien het effect van Trump II op het consumentenvertrouwen, de consumentenbestedingen en bedrijven met het hoogste effectieve belastingtarief (d.w.z. het midden- en kleinbedrijf (kmo's)). Zorgen over inflatie en een steilere rentecurve kunnen er op termijn echter toe leiden dat beleggers zich gaan afvragen of de uitzonderlijke waardering van Amerikaanse aandelen wel gerechtvaardigd is. En voor de rest van de wereld kunnen we de kans niet zomaar wegwuiven dat de Chinese overheid tóch met meer stimuleringsmaatregelen komt en we moeten het reactievermogen van de Europese autoriteiten in tijden van een existentiële crisis ook niet onderschatten.

Hierdoor kunnen posities die haaks staan op het huidige economische klimaat zich lonen, naarmate beleidsmakers zich genoodzaakt zien in actie te komen.

In het basisscenario voor de VS gaan we ervan uit dat de dreiging van importheffingen rechtstreekse buitenlandse investeringen naar de Amerikaanse markt drijft. Maar we kunnen andere scenario's niet uitsluiten, zoals een tweede Plaza-akkoord, de uitgifte van nieuwe 'Bessent-obligaties' die worden opgedrongen aan vazalstaten of fiscale dominantie.

Ondertussen heeft het algemene pessimistische sentiment ten aanzien van Europa ertoe geleid dat een aantal hoogwaardige activa, die minder blootgesteld zijn aan economische en politieke onzekerheid, worden verhandeld tegen een disagio vergeleken met hun Amerikaanse tegenhangers, wat een geweldige diversificatiekans voor de portefeuille oplevert.

Gelet op wat er in Europa gebeurt – of eigenlijk niet gebeurt – verwachten we geen spectaculaire groeicijfers, al zijn er verschillende factoren die in het voordeel van Europese aandelen kunnen spelen. De Europese markt biedt veel wereldleiders tegen een zeer redelijke koers. Dit geldt met name voor sectoren als lucht- en ruimtevaart en elektrificatie, die profiteren van structurele langetermijntrends en daardoor minder afhankelijk zijn van de economische groei. In deze segmenten vinden we Europese en Amerikaanse bedrijven waarvan de marges, de verwachte groei van de winst per aandeel en de omzetcijfers in dollar weliswaar in dezelfde orde van grootte liggen, maar waarvan de koers op basis van diverse waarderingsmaatstaven toch 20% tot 30% afwijkt. Vergelijkbare voorbeelden zijn te vinden in de sectoren duurzame consumptiegoederen, geneesmiddelen en basisconsumptiegoederen. De waardering van Europese bedrijven met degelijke kerncijfers en vergelijkbare vooruitzichten wat betreft het rendement op het eigen vermogen, wijkt mijlenver af van die van hun Amerikaanse tegenhangers.

Een selectie van 'vrienden van Trump'

In de rest van de wereld kunnen we, via een selectie van 'vrienden van Trump', ook posities opbouwen in activa die veel beleggers over het hoofd zien. Wij zien kansen in landen die in een bijzondere situatie verkeren en die al te maken hebben gehad met obligatiewaakhonden en waar ingrijpende hervormingen en herstelmaatregelen effect sorteren. Landen zoals Argentinië (waar de inflatie is gedaald van driedubbele naar dubbele cijfers), Turkije (waar de reële rendementen eindelijk positief worden) en Ecuador (waar de combinatie van hervormingen en steun van internationale instellingen gunstig uitpakt). En ook in landen waar meer aandacht voor is, zoals Japan (waar de sterkere munt en de verkrapping van het monetaire beleid naar verwachting positief zullen worden ontvangen, zowel door de gekozen president als door internationale beleggers) en India (waar de groei op lange termijn positief is en de aandelenkoersen onlangs zijn gedaald).

Hoge carry en flexibele benadering van vastrentende waarden

Het 'economisch' grof geschut dat buiten de VS zal moeten worden ingezet om de fiscale beperkingen op te vangen, zal vooral van de centrale banken moeten komen en niet van de regeringen, die wereldwijd kampen met oplopende staatsschulden en begrotingstekorten. Dit is gunstig voor segmenten van de obligatiemarkt waar de voorspelbare inkomsten ('carry') de beste indicator zijn van het potentiële toekomstige rendement en ook de beste buffer bieden om slecht nieuws te verwerken.

In dit opzicht gaat onze voorkeur uit naar kortlopende bedrijfsobligaties met een investment-grade-rating, waarbij een mogelijke stijging van de kredietspreads ruimschoots wordt gecompenseerd door de dalende rentetarieven. Ook geven wij de voorkeur aan high-yield-obligaties met sterke technische kenmerken aangezien de netto-uitgiften de laatste tijd negatief waren en naar verwachting ook de komende kwartalen de vraag van beleggers niet zullen overschrijden.

We blijven terughoudend ten aanzien van staatsobligaties van ontwikkelde markten, die ondanks de omstandigheden een mager rendement opleveren.

Door de vorm van de rentecurve (omgekeerd tot vlak) en de hardnekkige inflatie geven wij de voorkeur aan obligaties die gekoppeld zijn aan de reële rente (d.w.z. inflatiegekoppeld) in plaats van aan de nominale rente.

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.