



Eerste barsten in de status quo

September 2019



Auteur(s)
Didier Saint-Georges

Gepubliceerd

2 September 2019

Lengte

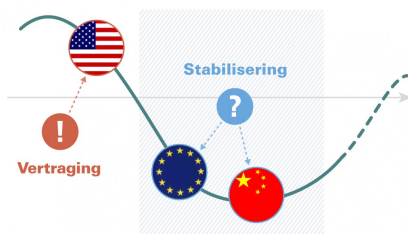
7 minuten leestijd

De zomer heeft meer licht geworpen op de vraag hoe de verschillende factoren die de markt al achttien maanden in evenwicht houden, zich zullen ontwikkelen. Zoals we eerder al bespraken (zie Carmignac's Note van april dit jaar, "[Krachten in evenwicht](#)"), stond de aandelenmarkt in de eerste helft van het jaar in het teken van de terugkeer naar enige mate van evenwicht of 'gelijkwaardigheid' tussen een lichte vertraging van de wereldeconomie enerzijds en de opnieuw verruimende opstelling van de centrale banken anderzijds. Dankzij dat hervonden evenwicht veerden de aandelenmarkten aanvankelijk op na hun paniekaanval van eind 2018, toen de Fed en de ECB de economische vertraging nog leken te negeren. In het voorjaar volgde een consolidatiefase, in afwachting van meer duidelijkheid over welke kant de balans uiteindelijk zou uitslaan. Na vele vergaderingen van centrale banken en opflakeringen in de handelsgesprekken tussen China en de VS noteren de aandelenmarkten eind augustus 2019 min of meer op hetzelfde niveau als in mei dit jaar.

In tegenstelling tot in 2016 zal China de wereldeconomie niet opnieuw vlottrekken. Die taak valt dus de Fed te beurt

Het evenwicht is deze zomer echter brozer geworden en het gevaar, dat de maatregelen die op dit moment in het verschiet liggen om de economie te stimuleren, ontoereikend zullen blijken om de schijnbaar wereldwijd versnellende vertraging tegen te gaan, is toegenomen. De voorlopende indicatoren voor de Amerikaanse economie wijzen er immers op dat de vertraging nu ook in de VS de groei begint aan te tasten, deels doordat de aanslepende handelsspanningen met China het ondernemersvertrouwen ondermijnen. In augustus is de inkoopmanagersindex (PMI) voor de Amerikaanse industrie van Markit voor het eerst sinds de grote financiële crisis onder de 50 gedaald. Nog zorgwekkender is dat de PMI voor de dienstensector door de grens van 51 zakte en het laagste peil sinds 2016 heeft bereikt. En in tegenstelling tot in 2016 (en zeker 2009 en 2012) lijkt China zich ditmaal niet op te maken om opnieuw het voortouw in het wereldwijde herstel te nemen. Bijgevolg valt nu de Amerikaanse centrale bank (de Fed) de taak te beurt om via monetaire maatregelen een sterkere vertraging van de wereldeconomie te voorkomen. Het probleem is dat Federal Reserve-voorzitter Jerome Powell tijdens de befaamde bijeenkomst in Jackson Hole op 23 en 24 augustus niet de indruk wekte dat er een forse verruiming van het monetaire beleid op stapel staat of dat er maatregelen komen die de voorlopende indicatoren het zwijgen opleggen. De voorzichtige opstelling die beleggers hebben aangenomen, is een gevolg van het risico dat het monetaire beleid in de VS laattijdig op de algemene macro-economische trend inspeelt.

ECONOMISCHE CYCLUS (BBP)



Bron: Bloomberg, 30/08/2019

De wereldwijde vertraging besmet de Amerikaanse economie

Het valt niet te ontkennen dat de Amerikaanse economie tot nu toe stand heeft gehouden. Dat is natuurlijk mede te danken aan de intrinsieke kenmerken van het Amerikaanse ecosysteem, die al zo vaak hun sporen hebben verdiend, zoals de sterke binnenlandse consumptie en de machtige multinationals, evenals de nawerking van de in 2017 goedgekeurde belastinghervorming. Ook enkele traditionele, van nature stabiliserende factoren speelden een rol, om te beginnen de steeds snellere daling van de rente in 2019. Zo is de 30-jaarsrente in slechts acht maanden gedaald van 3% naar 2%. Die terugval ondersteunde uiteraard de vastgoedmarkt en bood Amerikaanse huishoudens de kans hun hypotheek te herfinancieren, waardoor meer middelen vrijkwamen voor consumptie. Tegelijk zijn ook de grondstoffen flink goedkoper geworden, waardoor de koopkracht toenam. En tot slot maakt de sterke dollar importproducten goedkoper. We mogen echter niet uit het oog verliezen dat die factoren per definitie tekenen aan de wand zijn van een vertragende economie en dat ze zelf op middellange termijn negatieve effecten hebben. De lagere lange rente tast het vermogen van banken om winst te genereren aan, terwijl de sterke dollar de export afremt, de deflatoire druk vergroot en nadelig is voor de opkomende economieën. Terwijl de Amerikaanse consument onversaagd blijft consumeren, zijn andere belangrijke indicatoren van de Amerikaanse economie er al op achteruitgegaan, met name de bedrijfsinvesteringen. Jaar op jaar bedraagt de groei van de investeringen exclusief de huizenmarkt en de bestellingen van kapitaalgoederen nu bijna nul, terwijl de voorlopende indicatoren (peilingen naar de investeringsplannen) sterk terugvallen. Er valt dan ook te vrezen dat de onzekerheid die is ontstaan door de manier waarop Donald Trump de onderhandelingen met China aanpakt, het vertrouwen dat de Amerikaanse ondernemers in hun bevoorradingsketens en exportvolumes moeten hebben om meer te investeren, blijvend heeft aangetast. Hoewel zowel China als de VS er vandaag belang bij lijken te hebben om snel tot een vergelijk te komen, geven beide partijen op dit ogenblik voorrang aan hun politieke en geostrategische agenda's. Dat maakt een akkoord op korte termijn erg onzeker en ongeloofwaardig als basisscenario.

Duitsland snakt naar adem

Duitsland is natuurlijk veel directer en al veel langer aan de vertraging van de wereldeconomie – en in het bijzonder van China – blootgesteld dan de Verenigde Staten en ondervindt er vandaag dan ook veel meer de gevolgen van. De vertraging in de industrie dijt nu uit naar de dienstensector en de achteruitgang van de Duitse IFO-index van het economische klimaat tijdens de zomermaanden lijkt erop te wijzen dat die trend de komende maanden zal versterken. De brede coalitie die aan de macht is, is zich daar terdege van bewust en maakt sinds kort gewag van begrotingsstimuli als de economie in een zware recessie zou verzeilen. Helaas is zowel de omvang (1,5% van het bbp) als de timing daarvan afhankelijk van een broze regeringscoalitie. Met het SPD-congres dat er in december aankomt, valt te betwijfelen of ze op korte termijn zullen worden ingevoerd en resultaat zullen sorteren. Het positieve effect van begrotingsstimuli in Duitsland op de economische cyclus in Europa dreigt dus vertraging op te lopen.

China is niet langer de reddingsboei van het Westen

Aan het begin van de zomer konden beleggers nog de hoop koesteren dat de Chinese overheid onder druk van de uithalen van Donald Trump nieuwe maatregelen zou moeten nemen om de binnenlandse economie te ondersteunen, wat de wereldwijde groei zou aanwakkeren. Helaas moeten we vaststellen dat dit voorlopig niet het geval is: de kredietverlening is zelfs verder afgenomen. Onze inschatting is dat China niet alleen over minder speelruimte beschikt dan bij eerdere vertragingen, maar dat beide partijen in de handelsgesprekken bovendien voldoende politieke en strategische belangen voor ogen hebben om bereid te zijn het risico te lopen op korte termijn een hoge economische prijs te betalen. Tot nu toe hebben de spanningen in Hongkong nog niet tot een alarmerende kapitaalvlucht geleid en werd het valkuilenwapen slechts in beperkte mate ingezet. China lijkt met andere woorden nog enige tijd de pijn te kunnen verbijten.

De Fed blijft aarzelen

Als China niet sterk op herstel inzet zoals het bij eerdere forse vertragingen deed, heeft allereerst de Fed genoeg munitie om – anderszins een verdere verzwakking van de wereldeconomie te temperen. Maar dat bleek de tweede teleurstelling van de afgelopen weken te zijn: het scenario dat de Fed op een uitdrukkelijk vermeldbaar moment nog steeds dat de economie halfweg de cyclus een adempauze inlast, zoals in 1995, en dat de aankomende tijd van een volwaardige wereldwijde recessie zal worden getuigd, is niet gerechtvaardigd is. De Federal Reserve lijkt niet geneigd te buigen voor de sneren van de Amerikaanse president.

Gevolgen voor beleggingsstrategieën

De slechtere economische vooruitzichten zijn al in ruime mate in de koersen verrekend

We lijken ons dus te moeten opmaken voor een verdere vertraging van de wereldeconomie; pas in een laat stadium zal dit tot forse steunmaatregelen leiden. De markten toonden zich de afgelopen maanden niettemin behoorlijk efficiënt: de wereldwijd verslechterende economische vooruitzichten hebben geleid tot een verdere daling van de lange rente, terwijl aandelenbeleggers massaal de voorkeur gaven aan defensieve waarden en hun kasposities hebben vergroot. Het is dan ook mogelijk dat de aandelenmarkten op korte termijn zelfs kunnen profiteren van gunstige technische factoren, mits de nieuwsstroom uit Peking en Washington dat toelaat. Dit zou ten koste gaan van de obligatiemarkten, waar de waarderingen extreem hoog zijn. De wereldwijd hoge schuldenlast van zowel overheden als bedrijven en particulieren kan de gevolgen van een sterke economische vertraging echter verergeren. Daarom blijft een voorzichtige strategische positionering gerechtvaardigd. Op de obligatiemarkt uit die zich onder meer in een geringe blootstelling aan het renterisico. Op de aandelenmarkten is het raadzaam te blijven focussen op groeisectoren en basisconsumptiegoederen. Die hebben wel al een voorsprong op de bredere markt opgebouwd, dus is het zaaks selectief te beleggen. Met een gedisciplineerde aanpak is het echter nog mogelijk om bedrijven te vinden die het dankzij hun voorspelbare winstgroei goed kunnen blijven doen.



Beleggingsstrategie

Aandelen

De aandelenmarkten ondergingen tijdens de zomer een correctie doordat de risicoaversie toenam en beleggers de voorkeur gaven aan langlopende obligaties. Een voorzichtige opstelling was dus geboden: defensievere sectoren zoals basisconsumptiegoederen en nutsbedrijven versloegen de bredere markt, terwijl grondstoffen en financiële instellingen achterbleven. De berichtgeving over de handelsgesprekken, de bezorgdheid over de groei van de wereldeconomie en de beperkte ingrepen van de Federal Reserve verdrongen het optimisme dat sinds begin dit jaar de markten overheerste. Die bronnen van onzekerheid lijken echter al deels in de aandelenmarkten te zijn verrekend: beleggers hebben beperkte aandelenposities en conjunctuurgevoelige sectoren blijven sinds enkele maanden achter.

De technische factoren bieden mogelijk uitzicht op een opleving van de aandelenmarkten ten koste van de obligatiemarkten. Wij handhaven dan ook een gematigde aandelenblootstelling en besteden bijzondere aandacht aan de samenstelling van de portefeuille. Zo beheren we de bèta van de portefeuille door de meest risicovolle effecten te mijden, de omvang van onze posities te beperken en onze blootstelling aan effecten met een hoge waardering, zoals Worldpay, te verminderen. In de technologiesector concentreren we onze beleggingen bijvoorbeeld in aandelen met hetzij een zeer aantrekkelijke waardering, hetzij een defensief profiel, zoals Alphabet (Google). De activiteiten van deze zoekmachine blijken immers goed stand te houden, vooral dankzij de monopoliepositie die het bedrijf in dit segment bekleedt. Bovendien staat de monetisering van YouTube, Maps en Android nog in de kinderschoenen, terwijl YouTube volgens ons in aantal gebruikers Facebook kan inhalen en het meest belovende internetplatform kan worden.

Obligaties

De vertraging van de wereldeconomie houdt aan en heeft nu ook de Verenigde Staten bereikt. Tegelijk blijven de berichten over de handelsoorlog en de brexit beleggers angst aanjagen. In dat klimaat is de rente op langlopende staatsobligaties sterk gedaald, met name in de Verenigde Staten en Duitsland. Die trend wordt nog versterkt door de twijfels die er bestaan over de capaciteit van de centrale banken om de lage inflatie en zwakke groei te bestrijden. Die sterke stijging van de obligatiekoersen maakt ons echter voorzichtig, vooral in Europa.

Zo geven we de voorkeur aan strategieën die gericht zijn op een verkrapping van de spreads op Europees schuld papier van goede kwaliteit. We blijven ook inzetten op enkele nog altijd aantrekkelijke perifere landen, zoals Griekenland. Omdat we terughoudend zijn ten aanzien van de Amerikaanse groei en verwachten dat de Federal Reserve het geweer van schouder zal veranderen, ook al zal dat pas laat in het jaar gebeuren, kiezen we op de Amerikaanse rentecurve voor het vijfjaarssegment. Op de bedrijfsobligatiemarkten behouden we enkele specifieke kansen, zoals Pemex. Voor obligaties uit opkomende landen zullen de besluiten die de Federal Reserve in de nabije toekomst zal nemen over eventuele renteverlagingen in de tweede helft van het jaar, cruciaal zijn. Die zullen heel wat centrale banken van opkomende landen immers in staat stellen hun reële rente, die gelet op de economische cyclus buitensporig hoog is, te verlagen.

Valuta's

Hoewel de Amerikaanse economie steeds meer uit balans is geraakt en beleggers verwachten dat de Federal Reserve de richtrente gaat verlagen, bleef de Amerikaanse dollar deze zomer sterk. Dat komt grotendeels doordat de Fed achteroploopt met de verruiming van haar monetaire beleid. Bovendien heeft de Amerikaanse dollar deze zomer, net als de yen, waarschijnlijk geprofiteerd van zijn blijvende status van veilige haven in een klimaat van toenemende risicoaversie. Aangezien de Amerikaanse centrale bank steeds meer onder druk wordt gezet om een volwaardige cyclus van renteverlagingen in te zetten en de dollar duur is, verkozen wij om bij de huidige koersen onze positie in de yen te vergroten en zo het risico in de portefeuille in evenwicht te brengen.

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.