



Financiële markten gevangen tussen buitensporig vertrouwen en buitensporig wantrouwen



Auteur(s)
Gergely Majoros

Gepubliceerd
13 September 2021

Lengte
7 minuten leestijd

Aan het einde van de zomer, in een klimaat van stijgende beurzen, zijn er twee onderwerpen die beleggers nauwlettend in het oog moeten houden. De eerste is de recente aanscherping van de regelgeving in China. De tweede, die net zo belangrijk is voor de aandelenmarkten, is de toekomstige ontwikkeling van de interestvoeten.

De kwestie van het Chinese politieke risico

De recente ingrepen in de regelgeving, die gericht zijn op bepaalde segmenten van de nieuwe Chinese economie, gaan aanzienlijk verder dan de voorgaande wijzigingen, in 2015 en 2018. In korte tijd zijn er maatregelen genomen om verschillende subsectoren van de nieuwe economie aan te pakken. Ze hebben tot doel een aantal excessen (dominante posities, ongelijkheden) op duurzame wijze te corrigeren, hetgeen aanzienlijke gevolgen voor de koersen had. Maar moeten we ervan uitgaan dat de autoriteiten in Peking in hun streven naar gemeenschappelijke welvaart of in het kader van de Amerikaans-Chinese strategische rivaliteit in de technologiesector, de grote internetbedrijven permanent gaan verzwakken, en dat ze het privé-eigendom en de juridische entiteiten die zijn opgericht om de notering van Chinese bedrijven in het buitenland mogelijk te maken ('Variable Interest Entities'), gaan aanpakken? Wij zijn overtuigd van het tegenovergestelde.

Een dergelijke redenering staat lijnrecht tegenover het streven van de Chinese autoriteiten om, uit strategische overwegingen en uit noodzaak, hun kapitaalmarkten geleidelijk te openen. De Stock Connect tussen de beurs van Hongkong en de Chinese beurzen, die een paar jaar geleden tot stand is gebracht, heeft geresulteerd in een continue stroom van beleggingskapitaal naar China, een beslissende stap in het openingsproces van de Chinese markten. De redenering is ook in strijd met de langetermijndoelstelling om de yuan te verheffen tot de status van internationale reservevaluta.

Bovendien heeft de Chinese centrale commissie voor financiële en economische zaken (Central Financial and Economic Affairs) onlangs de maatschappelijke doelstellingen van de partij verduidelijkt, waarbij de nadruk werd gelegd op de progressieve kant van de veranderingen en de wil om in China een gezonde particuliere sector te handhaven. Evenzo hebben de autoriteiten in Peking de afgelopen dagen in een aantal verklaringen gewezen op het belang van het financiële centrum van Hongkong voor China en benadrukt dat China geen einde wil maken aan de noteringen op de Amerikaanse beurzen.

Moeten we, gezien de ernst van de huidige ingrepen in de regelgeving, niet op zijn minst een duurzame vermindering van het Chinese politieke risico gaan inprezen in de waarderingmodellen van Chinese bedrijven? Wij denken van niet.



De aangekondigde maatregelen zijn in de meeste gevallen in overeenstemming met de politieke doelstellingen en ambities op lange termijn van de Chinese Communistische Partij. Het streven – hoe radicaal ook – van de Chinese autoriteiten om uit naam van de gemeenschappelijke welvaart de steeds flagrantere negatieve effecten op het maatschappelijk middenveld van de door sommige leiders van de nieuwe economie verworven machtsposities aan te pakken, verschilt in wezen niet zo heel veel van de zorgen die vaak in de westerse economieën worden geuit. Evenzo is de groeiende ongelijkheid in de slagingskans van kinderen, een probleem in de onderwijssector dat het gevolg is van de exorbitante kosten van buitenschoolse bijlessen en de stijgende vastgoedprijzen in de directe omgeving van goede scholen, niet het alleenrecht van China. In de sector van de maaltijdbezorging is de arbeidsonzekerheid van miljoenen zelfstandige bezorgers een maatschappelijk probleem geworden, om maar een paar voorbeelden te noemen.

Wij zijn van mening dat China een markt blijft waarin we prima kunnen beleggen

De huidige golf van regelgevende maatregelen, die gericht zijn op bepaalde bedrijven in de nieuwe Chinese economie, heeft geleid tot grote verschillen in hun koersontwikkeling ten opzichte van Amerikaanse technologieaandelen (de Nasdaq Golden Dragon China, een index die een aantal Chinese technologieleiders vertegenwoordigt, boekte over de eerste acht maanden van het jaar een daling van 27%, terwijl de Nasdaq Composite in dezelfde periode 18% steeg). Het resulteerde zelfs in een correctie van bepaalde segmenten van de Chinese markt die niet direct worden beïnvloed door de nieuwe maatregelen. Door het besmettingseffect hebben bedrijven die bijvoorbeeld de vereiste infrastructuur leveren aan internetspelers, zoals in de segmenten cloud computing en datacenters, ook een groot deel van hun marktkapitalisatie verloren. Als gevolg hiervan zijn veel bedrijven nu zeer aantrekkelijk gewaardeerd ten opzichte van de historische waarderingratio's en in vergelijking met soortgelijke Amerikaanse bedrijven.

Om al die redenen zijn wij van mening dat China een markt blijft waarin we prima kunnen beleggen, mits we ons selectief positioneren. We houden dan ook vast aan onze kernposities in bepaalde aandelen uit de nieuwe Chinese economie. Onze aanpak blijft gebaseerd op het identificeren van bedrijven die profiteren van langdurige en zichtbare trends en beschikken over een hoog groeipotentieel, een sterk management en een gezonde balans. Gezien het tempo van de bekendmakingen en de recente ontwikkeling daarin, lijkt het ons steeds aannemelijker dat er geleidelijk meer duidelijkheid zal komen over de nieuwe regelgeving. Dat zal beleggers in staat stellen om de nieuwe informatie in de koersen te verwerken en zich een mening te vormen over de zeer aantrekkelijke kansen die dergelijke bedrijven kunnen bieden.

Op de obligatiemarkten is vooralsnog geen duidelijke trend te zien

In lijn met ons centrale scenario van een naderende conjuncturele vertraging, zoals beschreven in onze laatste Note van juli met de titel ['De meedogenloze realiteit van de economische cyclus'](#), is de rente op de obligatiemarkten sinds het begin van de zomer weer aan het dalen. Moeten we dan voor de komende maanden toch blijven anticiperen op een renteverlaging? Dat betwijfelen we.

Het verwachte herstel op de arbeidsmarkt kan uiteindelijk leiden tot forse loonsverhogingen, vooral voor laaggeschoolde banen. Bovendien, als de huidige oorzaak van de prijsstijgingen, dat wil zeggen de verstoorde toeleveringsketens, wegvalt, is het waarschijnlijk dat bepaalde componenten in de berekening van de maandelijkse inflatiecijfers, zoals huren (die 40% van het totaalcijfer vertegenwoordigen) het stokje zullen overnemen. Daardoor zou de inflatiestijging een duurzamer karakter kunnen krijgen.

De Fed zou geconfronteerd kunnen worden met een vorm van 'stagflatie 2.0'

De Fed lijkt te hebben gekozen voor een normalisering van haar monetair beleid, zij het op een zeer geleidelijke manier. De belangrijkste indicator, de arbeidsmarkt, begint tekenen van spanning te vertonen, al blijft de deltavariant een belangrijk aandachtspunt. Na de Jackson Hole-bijeenkomst lijkt het erop dat de afbouw van de activa-inkopen voor het einde van het jaar van start gaat, waarschijnlijk in december. De situatie blijft echter delicaat voor de Fed. De verlaging van de fiscale ondersteuning in 2022 zal ongetwijfeld een vertragende werking hebben op de Amerikaanse economie. Het groeitempo zou echter ruim boven het potentiële niveau moeten blijven en dus druk blijven uitoefenen op de prijzen. Zo zou de Fed geconfronteerd kunnen worden met een vorm van 'stagflatie 2.0', dat wil zeggen een economische vertraging die gepaard gaat met stijgende inflatieverwachtingen, waardoor het bijzonder lastig zou kunnen worden om een optimaal monetair beleid te formuleren.

De vooruitzichten voor de fiscale ondersteuning van de regering-Biden blijven onzeker. Er lijkt recentelijk heel wat vooruitgang te zijn geboekt wat betreft de toepassingsvoorwaarden van de volgende steunplannen. Maar het is nog steeds zeer de vraag of de regering-Biden erin slaagt om binnen een paar maanden, vóór de tussentijdse verkiezingen van 2022, twee zeer omvangrijke steunpakketten – een "tweepartijepakket" voor de fysieke infrastructuur en een pakket voor de "menselijke infrastructuur" – goedgekeurd te krijgen. We denken dat er op zijn vroegst in oktober meer duidelijkheid zal komen over deze steunpakketten.

In Europa is de situatie nog altijd minder acuut dan in de Verenigde Staten. De inflatieverwachtingen die de monetair beleid zijn ten opzichte van de doelstelling van de Europese Centrale Bank, zullen centraal blijven staan in haar analyses. De discussie over een verlenging van het huidige programma (PEPP) is momenteel niet meer relevant, in tegenstelling tot het scenario van een automatische terugkeer naar het vorige aankoopprogramma (APP) dat wordt besproken door de ECB. Het is de vraag of de ECB, indien de rente op de obligatiemarkten in Europa voldoende laag blijft, de rente op de obligatiemarkten in Europa zal verhogen.

Om al deze redenen lijkt een sterk directionele positionering op de obligatiemarkten ons in dit stadium voorbarig. We handhaven dan wel ons voorzichtig en flexibel beleid op de obligatiemarkten.

Blind vertrouwen op toekomstige monetaire-beleidsbeslissingen lijkt ons op dit moment niet zo min gerechtvaardigd als buitensporig wantrouwen jegens China. Bij ons obligatiebeheer gaan we uiterst voorzichtig te werk en staan we klaar om ons aan te passen aan eventuele veranderingen op monetair en begrotingsgebied. Wat ons aandelenbeheer betreft, hebben we een overweging in groeiaandelen die bestand zijn tegen een mogelijk tegenvallend economisch groeiscenario en houden we met overtuiging vast aan onze posities in een aantal Chinese aandelen die een enorm potentieel bieden en sinds kort weer bijzonder aantrekkelijk gewaardeerd zijn.



Beleggingsstrategie

Aandelen

De aandelenmarkten zaten de afgelopen zomer opnieuw in de lift, waarbij de stijging een asynchroon verloop liet zien. In de ontwikkelde landen was het herstel te danken aan de hogere winstcijfers in het tweede kwartaal en een renteklimaat dat nog steeds gunstig is voor risicovolle activa. In de opkomende landen daarentegen zorgde de aankondiging van de Chinese regering over een aanscherping van de regelgeving voor zeer grote bedrijven, voor een marktdaling in China. De regering is bezig haar plannen duidelijker toe te lichten, waardoor de markt meer inzicht zou moeten krijgen in de situatie en zich zou moeten stabiliseren.

Onze uiterst selectieve posities in Chinese bedrijven richten zich op ondernemingen die actief zijn in China en op één lijn zitten met het regeringsbeleid op lange termijn. Onze beleggingen bieden nog steeds aantrekkelijke groeivoorzichten en hebben, uitgaande van de huidige koersniveaus, naar ons idee een fors stijgingspotentieel. Onze positionering is vooral gericht op de volgende sectoren: technologie (cloud computing, halfgeleiders en internet), gezondheid en hernieuwbare energie.

In de ontwikkelde markten beginnen de voorlopende indicatoren van de bedrijvigheid te keren en zou de inflatie onverwachts kunnen gaan stijgen. Tegelijkertijd nemen de winstverwachtingen af, omdat beleggers zich richten op de vooruitzichten voor 2022. Wij blijven ons dan ook richten op ondernemingen die naar verwachting zullen profiteren van deze context en die een voorspelbare groei koppelen aan een groot prijsstellingsvermogen. Zeer weinig bedrijven blijken echter goed te gedijen in een dergelijke omgeving. Over het geheel genomen zal onze effectenselectie dus weer onze belangrijkste rendementsbron moeten worden, in een omgeving waarin de rendementsverschillen zouden kunnen toenemen.

Obligaties

Jerome Powell, de voorzitter van de Fed, bevestigde op de Jackson Hole-conferentie dat hij er voorstander van is om voor het einde van het jaar te beginnen met de afbouw van de activa-inkopen, mits de werkgelegenheidscijfers goed blijven. De toekomstige ontwikkeling van de Amerikaanse korte en middellange rente blijft complex, met aan de ene kant de besmettingsgolf van de deltavariant, de dynamiek van de werkgelegenheid en de onzekerheid op begrotings- en consumptiegebied, en aan de andere kant een toenemende inflatiedruk, die misschien minder tijdelijk zou kunnen blijken dan verwacht. Deze onzekerheid komt tot uiting in het gedrag van de markten van de afgelopen weken.

In deze context kiezen we voor een gematigde rentegevoeligheid. In Europa hebben we onze blootstelling aan staatsobligaties van niet-kernlanden, waarop we ons de afgelopen maanden hadden gepositioneerd, om tactische redenen verlaagd. Bij de staatsobligaties houden we dus een voorkeur voor landen die voldoende speelruimte hebben om hun beleid te verruimen, zoals China. Dit land, dat al ver gevorderd is in de economische cyclus, kent grotendeels positieve reële rentes en de speelruimte in het monetair en het begrotingsbeleid waar het over beschikt, staat in schril contrast met de financiële repressie op de westerse markten.

Wat bedrijfsobligaties betreft, zouden de mogelijk afnemende liquiditeit en de afnemende groeidynamiek ertoe kunnen leiden dat de kredietspreads verruimen. Maar in de ongekende situatie van vandaag, waarin de financiële repressie aanhoudt en de reële rente hardnekkig ver onder nul blijft, zou een zeer actieve selectie van beleggingen beloofd moeten worden.

Bron: Carmignac, Bloomberg, 31/08/2021

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.