



Trump en mercantilisme 3.0

Juni 2019



Auteur(s)
Didier Saint-Georges

Gepubliceerd
3 Juni 2019

Lengte
7 minuten leestijd

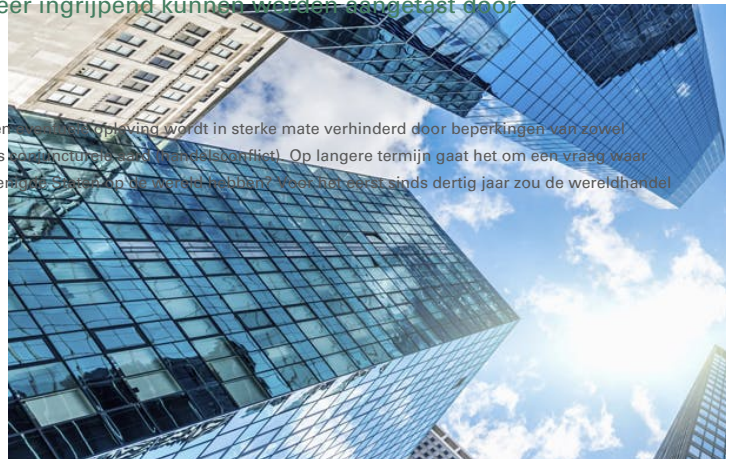
De aandelenmarkten hielden hun evenwichtsoefening op het koord tussen economisch herstel en een aarzelende monetaire ondersteuning vol tot eind april (zie onze Note van afgelopen april "[Krachten in evenwicht](#)"). Vanaf mei begon de regering-Trump zich harder op te stellen in de handelsbesprekingen met China, waardoor beleggers eraan herinnerd werden hoe kwetsbaar dat evenwicht was.

Na enig tumult bevinden de aandelenmarkten zich momenteel dan ook weer in de buurt van hun niveau van eind maart. De obligatiemarkten blijven daarentegen ondubbelzinnige signalen afgeven die wijzen op een verslechtering van de wereldwijde groei en op deflatie.

Wat de markten op korte termijn bezighoudt, is de vraag of de tragere groei van de Amerikaanse economie, die met vertraging slachtoffer is geworden van de buitensporige monetaire verkrapping in 2018, de natuurlijke voortschrijding van een toch al zeer lange economische cyclus en het boemerangeffect van een openlijk mercantilistisch handelsbeleid, zal kunnen worden gepareerd door een nieuw herstel van de wereldwijde groei dankzij het Chinese stimuleringsprogramma, de gunstige basiseffecten na de luchtzak van 2018, het over het algemeen verruimende monetair beleid en de veerkracht van de economische bedrijvigheid in de VS.

Voor het eerst sinds dertig jaar zou de wereldhandel weer ingrijpend kunnen worden aangetast door geopolitieke ontwikkelingen

Onze visie blijft ongewijzigd: het evenwicht tussen deze twee factoren is kwetsbaar en een ernstige opleving wordt in sterke mate verhinderd door beperkingen van zowel structurele (overmatige schuldenlast, beperkingen op het gebied van monetair beleid) als van conjunctuur (handelsconflicten). Op langere termijn gaat het om een vraag waar niemand omheen kan: welke impact zal de toenemende rivaliteit tussen China en de Verenigde Staten op de wereldhandel? Voor het eerst sinds dertig jaar zou de wereldhandel weer ingrijpend kunnen worden aangetast door geopolitieke ontwikkelingen.



Verenigde Staten vs. China: is er ruimte voor twee mercantilistische grootmachten?

De markten hebben er blijkbaar lang over gedaan om toe te geven dat de recente spanningen tussen de Verenigde Staten en China eerder wijzen op strategische rivaliteit dan op een handelsconflict. Toch verwijst het in 2011 gepubliceerde boek *Death by China* van de zeer invloedrijke adviseur van Donald Trump Peter Navarro zonder omwegen naar de bekende 'valstrik van Thucydides' om de verhouding tussen de Verenigde Staten en China te beschrijven (naar analogie van de rivaliteit in het oude Griekenland tussen Sparta en het steeds machtiger wordende Athene, die uitmondde in de Peloponnesische Oorlog).

De Chinees-Amerikaanse spanningen kunnen ook worden geïnterpreteerd als een keiharde, zij het minder krijgshaftige, confrontatie tussen twee mercantilistische grootmachten (zie onze Note van april 2017, "[Langetermijnbeleggers doen er goed aan het populisme te wantrouwen](#)"). De Verenigde Staten van Donald Trump geloven niet in de voordelen van vrijhandel, waarvan ze het 'slachtoffer' menen te zijn, en geven er de voorkeur aan de voor hen gunstige krachtsverhouding ten opzichte van hun handelspartners op agressieve wijze te exploiteren en zich te verrijken door een handelsoverschot te creëren en de binnenlandse industriële investeringen te ondersteunen, net als Engeland, de Republiek der Zeven Verenigde Nederlanden en het Frankrijk van Lodewijk XIV in de 17e eeuw. Een dergelijk handelsbeleid leidt natuurlijk tot een directe confrontatie met het beleid van China, een land dat niet zonder reden ook beschuldigd wordt van mercantilistische praktijken. Logischerwijs zal die confrontatie zich vroeg of laat uitstrekken tot alle landen die een handelsoverschot met de Verenigde Staten hebben en dus een obstakel vormen voor de mercantilistische ambities van de regering-Trump, te beginnen met Duitsland en Japan.

Het is duidelijk dat de toenemende spanningen op handelsgebied tussen de Verenigde Staten en zijn handelspartners het directe gevolg zijn van het door de regering-Trump gekozen economische model en, in het geval van China, niet los kan worden gezien van een geostrategische rivaliteit. Het heftige karakter van die rivaliteit komt tot uiting in de felle aanval op Huawei, een bedrijf dat voor China van kapitaal belang is, waarbij de Amerikaanse regering er niet voor terugdeinsde om haar buitensporige invloed in het buitenland aan te wenden om een boycot af te dwingen in een poging het Chinese concern in een fataal isolement te manoeuvreren.

Het probleem voor ons als beleggers is dat het model van "voorspoedige mondialisering" van de afgelopen decennia op losse schroeven wordt gezet, waardoor het aantal onzekerheden op korte termijn groter wordt. Zo dreigt er een structurele verstoring van de wereldwijde logistieke ketens en dus van de winstmarges van bedrijven, een kostenstijging voor de consument en een vertraging van de wereldhandel. In deze context kan men nauwelijks verwachten dat de aandelenmarkten fors gaan stijgen ten opzichte van het huidige niveau, tenzij er weer een *deus ex machina* op monetair gebied komt.

Hebben de centrale banken nog controle over hun 'steen der wijzen'?

Het risico is dat de druk op de markten veel hoger moet zijn voordat het monetair beleid ingrijpend genoeg wordt gewijzigd om een nieuwe situatie te creëren

De markten zijn er sinds tien jaar aan gewend dat de centrale banken met hun monetair beleid elke economische of politieke tegenslag kunnen omtoveren in positief nieuws voor de markten. In 2018 bleek hoe gevaarlijk de verslaving van de markten aan die 'hoorn des overvloeds' is geworden. En het herstel tijdens de eerste vier maanden van 2019 was wederom gebaseerd op het bericht van de Fed dat de centrale bank ervan afzag om de markten voor langere tijd die verslavende middelen te onthouden.

Hoewel de twee jaar geleden ingezette cyclus van renteverhogingen onderbroken is, staan de markten voor het probleem dat de Amerikaanse economie dit jaar opnieuw vertraagd is, terwijl de Fed nog tot in september doorgaat met het afbouwen van haar balans. Dus hoewel de hoop op een daling van de rente de markten op de been houdt en tegelijkertijd, zelfs tijdens de marktdaling in mei, een sterkere stijging van de dollar voorkomt, wil de realiteit dat het huidige monetair beleid de Amerikaanse groei ondersteunt zoals het touw van een galg de veroordeelde ondersteunt. Dat beleid zou heel wat verruimender moeten zijn om de deflationaire druk op de groei, die door de verharding van het handelsconflict met China toch al afneemt, tegen te gaan. Dat geldt eens te meer als de Chinese munt aanzienlijk in waarde zou dalen.

Het risico is dus dat de druk op de markten veel hoger moet zijn voordat het monetair beleid ingrijpend genoeg wordt gewijzigd om een nieuwe situatie te creëren. De speelruimte van de Europese en Japanse centrale bank is inmiddels sterk gereduceerd, met name van de eerste genoemd. Over een maand weten we wie Mario Draghi in oktober gaat opvolgen en of de nieuwe voorzitter van de ECB geneigd zal zijn om, als de situatie daarom vraagt, evenveel flexibiliteit en vindingrijkheid aan de dag te leggen als zijn voorganger.



Europa tussen hamer en aambeeld

In deze complexe context neemt Europa geen dominante positie in. Naast de beperkte monetaire ondersteuning waar Europa op mag hopen, en die in geval van een 'valutaoorlog' tussen China en de Verenigde Staten een nadelige impact zou hebben in de vorm van een te sterke euro, is Europa in meerder opzichten een kwetsbare regio. De uitslag van de recente Europese verkiezingen is daar nauwelijks debet aan. Hoewel sommige grote traditionele partijen zijn uitgedund, met name in Frankrijk en het Verenigd Koninkrijk, is het Europees belang eerder bevestigd. Het relatieve aandeel van anti-Europese partijen is over het algemeen gelijk gebleven ten opzichte van 2014 en het groeiend aantal voorstanders van een krachtiger groeibeleid zal naar verwachting meer geneigd zijn een consensus te vinden dan voorheen.

De problematiek ligt elders. Die moet vooral gezocht worden in het hervormingsproces, dat voor langere tijd onderbroken lijkt te zijn. Op lokaal niveau zijn er meerdere Europese landen, waaronder Italië en Frankrijk, die geen enkele speelruimte in hun begroting hebben gecreëerd om de volgende economische vertraging op te vangen, terwijl op het niveau van de Europese Unie het plan van Macron om een Europese herstelbegroting te creëren, volledig is vastgelopen. Een andere bron van kwetsbaarheid is de zeer passieve situatie waarin Europa zich bevindt ten aanzien van de rivaliteit tussen China en de Verenigde Staten. Hierdoor zou de regio zowel in geval van een verslechtering van de wereldwijde economische vooruitzichten (het tempo van de Europese economie is sterk afhankelijk van de dynamiek van de wereldhandel) als in geval van een eventueel handelsakkoord, hoe precair ook, tussen China en de Verenigde Staten nadeel kunnen ondervinden, aangezien een dergelijk akkoord ten koste van Europa zal gaan. De economische en politieke eenheid van Europa en de positie van Europese concerns zijn momenteel te zwak om in een wereld van toenemende mercantilistische rivaliteit hun belangen op doeltreffende wijze te verdedigen. Zou het de Europese autosector lukken om de dans te ontspringen en niet het eerste slachtoffer van deze kwetsbaarheid te worden?

Wantrouwen en discipline zijn dan ook geboden op de markten, hoewel de financieel analisten spijt hebben en langzaam maar zeker terugkomen van hun al te pessimistische houding van begin dit jaar, toen ze de verwachtingen voor de bedrijfswinsten van 2019 drastisch naar beneden bijstelden. Daarom hebben we de laatste twee maanden vastgehouden aan onze voorzichtige beleggingsstrategie en deze verder aangescherpt. Deze strategie vindt zijn weerslag in de aandelenportefeuilles in de vorm van een gematigde blootstellingsgraad, waarbij we de voorkeur geven aan groeiwaarden met een lage conjunctuurgevoeligheid. De obligatieportefeuilles hebben een relatief hoge duration en ten aanzien van bedrijfsobligaties hanteren we een uiterst strenge effectenselectie.

Bron: Bloomberg, 31/05/2019



Beleggingsstrategie

Aandelen

Na de fraaie stijging van begin dit jaar vertonen de aandelenmarkten een neergaande lijn. Doordat de handelsoorlog is verscherpt en de hoop op een spoedige renteverlaging door de Fed is afgenomen, zijn beleggers weer bezorgd geworden. In die context hebben we het aandelenrisico in de loop van de laatste twee maanden geleidelijk teruggebracht. Eind april hadden we na de fraaie stijging van de aandelenkoersen onze tactische blootstelling aan de meest conjunctuurgevoelige marktsegmenten verlaagd. In mei zijn we daarmee doorgegaan door onze posities in de technologiesector af te dekken. Sommige segmenten van die sector, zoals halfgeleiders, zijn bijzonder volatiel geworden nu de handelsoorlog is verscherpt.

Zoals dat sinds het begin van het jaar al het geval is, is onze effectenselectie nog steeds de voornaamste rendementsaanjager. Binnen ons aandelenbeheer zijn onze kernposities gericht op waarden die in staat zijn zich staande te houden in een klimaat waarin de wereldwijde groei structureel zwak blijft. Dankzij ons internationale beheer kunnen we dergelijke effecten aankopen in de Verenigde Staten, Europa en China, zowel in de sectoren gezondheidszorg en technologie als in bepaalde segmenten van de consumptiesector, zoals luxeartikelen. Zo hebben we een positie ingenomen in het Amerikaanse juweliersbedrijf Tiffany, waarvan het nieuwe management en artistieke bestuur naar verwachting een strategische heroriëntering zullen doorvoeren.

Rente

De maatregelen van de Fed en de ECB moedigen obligatiebeleggers sinds begin dit jaar aan om posities te openen in staatsobligaties van de belangrijkste ontwikkelde landen. Het huidige klimaat van bezorgdheid over de wereldwijde groei zet ons ertoe aan om aanzienlijke posities in staatsobligaties aan te houden, waarbij we ons richten op een aantal Europese landen (België, Frankrijk, Italië en Griekenland) en de Verenigde Staten. Naast deze geografische diversificatie zijn onze beleggingen ook verspreid over verschillende looptijden, afhankelijk van het betreffende land. De reden voor deze diversificatie is dat de monetaire cyclus van de Verenigde Staten afwijkt van die van de rest van de wereld.

Aangezien de economische groei in Europa weer onder het potentiële niveau ligt, is de vijfjarige inflatie-index in drie maanden gedaald van 1,6% naar 1,3%, waardoor men zich in toenemende mate afvraagt of de ECB in staat is haar mandaat om de prijzen te stabiliseren, na te leven. Daarnaast vertoont Europa een aantal structurele zwakheden. De normalisering van het Europees monetair beleid is uitgesteld, wat gunstig is voor strategieën die gericht zijn op een vervlakking van de curve en een verkrapping van de spreads van Europees schuld papier van goede kwaliteit.

Onze allocatie aan opkomende landen is nog steeds gebaseerd op een idiosyncratische benadering en richt zich op landen als Chili en Turkije. Bij de bedrijfsobligaties hebben we gekozen voor een over het algemeen voorzichtig risicoprofiel omdat de kredietcyclus al bijzonder lang aanhoudt en de risicopremies sinds begin dit jaar fors zijn gedaald. We gaan dus zeer selectief te werk, wat onder meer blijkt uit onze positie in Altice, dat profiteerde van de aanhoudende stabilisatie van zijn kerncijfers en van het feit dat het management opnieuw heeft verzekerd dat schuldafbouw een strategische prioriteit is.

Valuta's

Op de valutamarkt blijft de dollar stijgen doordat de Fed tot september doorgaat met het afbouwen van haar balans, de rente in de Verenigde Staten relatief hoog is en Europa het toneel is van politieke onzekerheid, met name rond de brexit en de Europese verkiezingen. Toch heeft de dollar, ondanks de toegenomen risicoaversie, nauwelijks kunnen profiteren van zijn rol als veilige haven. De markt lijkt namelijk te anticiperen op een verruiming van het beleid van de Amerikaanse Federal Reserve, in reactie op de eerste tekenen van een groeivertraging die het gevolg is van het olopende handels- en begrotingstekort van de Verenigde Staten.

Bij gebrek aan een duidelijke directionele visie wat de voornaamste valuta's betreft, handhaven we een beperkt valutarisico in de vorm van een overwogen positionering in de euro en een beperkte blootstelling aan de dollar en de yen. De ontwikkeling van de valuta's van opkomende landen blijft voor een deel afhankelijk van de dollar, hoewel zich een aantal zeer selectieve kansen voordoen, met name in India.

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.