



2019 of de eindfase van de kop-staartbotsing

December 2018



Auteur(s)
Didier Saint-Georges

Lengte
🕒 6 minuten leestijd

Enkel voor professionele beleggers.

Dit document is niet bestemd voor Belgische privé-beleggers.

In deze laatste weken van 2018 behoeft het nauwelijks nog betoog dat de marktontwikkelingen neerkomen op een botsing tussen de economische, de monetaire en de politieke cyclus. (Zie onze Note van december 2017 "[De lijdensweg van de Cassandra's](#)" en meer recent die van juli "[Kop-staartbotsingen](#)").

Het komt echter maar zelden voor dat de markten zich lineair aan nieuwe omstandigheden aanpassen. Ze kunnen in eerste instantie de nieuwe omstandigheden negeren, zoals afgelopen januari, om vervolgens overhaast te corrigeren, zoals in februari en in oktober. Hierdoor wordt het zeer moeilijk om een strategische visie, hoe relevant ook, efficiënt uit te voeren. 2018 blijft voor het beleggingsbeheer dan ook een bijzonder teleurstellend en frustrerend jaar.

Globaal analyseren blijft een noodzakelijke voorwaarde voor het voorspellen van marktontwikkelingen, en dit is inmiddels ook op 2019 van toepassing. Omdat er een nieuw kalenderjaar aanbreekt, kunnen we het botsing-scenario nog niet naar de prullenmand verwijzen. De gevolgen voor de obligatie-, de aandelen- en de valutamarkt zullen daarentegen van zeer uiteenlopende aard zijn. Wij blijven terughoudend ten aanzien van deze beleggingen en kijken uit naar opportuniteiten die zich voordoen in deze volatiele markt.

Toelichting op de wisselwerking tussen monetaire normalisering en reële economie

Denk hierbij weer aan het medische begrip "iatrogenie", dat we voor het eerst gebruikten in een Carmignac's Note van 2016, [De Slagwonden van de Fed](#). Deze term verwijst naar behandelmethoden waarmee een patiënt in eerste instantie gered wordt, maar die op termijn onvermijdelijk bijwerkingen hebben, die dan weer de gezondheid van de patiënt aantasten. In 2018 zijn de bijwerkingen van jarenlange verslaving van de markten aan gesubsidieerde schuldenkopen, dat wil zeggen de noodzaak voor de centrale banken om de

wijd openstaande liquiditeitskraan geleidelijk dicht te draaien, merkbaar geworden. De aantrekkende dollar en de renteverhogingen door de Fed maken daar deel van uit en eisen de aandacht van de beleggers op. Maar in deze fase van de cyclus zijn er niet echt uitzonderlijke verschijnselen. Een van de belangrijkste iatrogene effecten is eerder de afbouw van de balans van de Fed, nadat deze sinds 2008 met ongeveer 3000 miljard was gestegen. De gevolgen van de onttrekking van liquiditeiten aan het financiële systeem ter hoogte van 50 miljard dollar per maand zijn even complex en wellicht evenzeer onderschat als die van de tien jaar geleden in gang gezette monetaire verruiming.

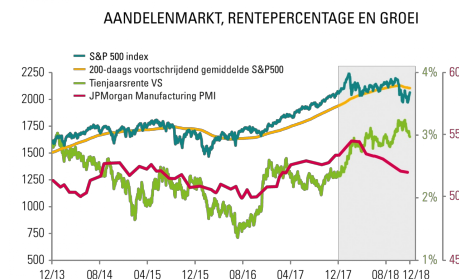
In 2018 is al duidelijk geworden dat deze beperking van de hoeveelheid beschikbare dollars, in combinatie met belastingverminderingen in de Verenigde Staten door de regering Trump waarmee de repatriëring van kapitaal werd gestimuleerd, heeft geleid tot een stortvloed van dollars uit de opkomende landen richting de Verenigde Staten. De forse correctie op de aandelen- en obligatiemarkten in Latijns-Amerika en Azië was grotendeels alleen aan deze ontwikkeling toe te schrijven.

Meer algemeen zijn ook de wereldwijde groei en vooral de wereldhandel afhankelijk van het dollaraanbod. In zekere zin is de Fed de centrale bank van de wereldwijde groei. Geen wonder dat hierdoor in China al sprake is van een ernstige vertraging in de export, en wel nog voordat de botsing wordt verergerd door de escalatie van protectionistische maatregelen die het land misschien te wachten staan zodra de in Buenos Aires gesloten wapenstilstand voorbij is. Deze vertraging komt bovenop de meer structurele vertraging van de Chinese economie ten gevolge van de noodzakelijke schuldafbouw.

Ook in Europa zijn de groei-indicatoren, die in hoge mate samenhangen met de wereldhandel, omgeslagen, en het gedaalde consumentenvertrouwen in Frankrijk zal de binnenlandse vraag geen nieuw leven inblazen.



De VS vertoont steeds meer tekenen van kwetsbaarheid. Deze kwetsbaarheid is in de eerste plaats toe te schrijven aan de balansverkleining bij de Fed en de explosieve stijging van de financieringsbehoeften ten gevolge van het begrotingstekort van de regering Trump. Hierdoor is de Amerikaanse tienjaarsrente gestegen van 2,4% begin dit jaar tot pieken in oktober en november van boven de 3,2%. Dit leidde vervolgens tot een stijging van de hypotheekrente waardoor de investeringen in de woningbouw verder zijn vertraagd. Aan deze kettingbotsing moet verder het welvaartseffect op de consumptie worden toegevoegd, een van de belangrijkste mechanismen voor de overdracht van de monetaire verruiming op de reële economie. Deze staat nu op losse schroeven omwille van de vastgoedmarkt en de aandelenmarkt hun eerste hobbels op de weg tegenkomen. Ten slotte zijn de Amerikaanse bedrijfsinvesteringen in het derde kwartaal gedaald. Dit is duidelijk toe te schrijven aan de onzekerheid in verband met de handelsspanningen met China.



Bronnen: Bloomberg, 30/11/2018

De vertragende wereldwijde economische cyclus komt dus in botsing met deze monetaire normalisering, waardoor de economie nog verder verzwakt.

Daarbij komt nog de politieke cyclus. Van Brazilië tot Europa, van het Verenigd Koninkrijk tot de Verenigde Staten zijn er protestbewegingen tegen de globalisering van de economie en tegen de vrijhandel, die sinds 30 jaar de pijlers vormen van de wereldwijde groei en van de winstmarges van de multinationals.

Tegelijkertijd neemt met name in Europa de polarisering in het openbaar debat toe. De traditionele politieke partijen zijn zeer gefragmenteerd, waardoor de representatieve democratie in steeds grotere mate de pas wordt afgesneden door rechtstreekse uitingen van politieke en maatschappelijke ontevredenheid. Deze ontevredenheid leidt tot een steeds grotere weerstand tegen de noodzaak van het sinds 2008 opgelegde dogma van de begrotingsdiscipline. Deze opstandigheid, die in de Verenigde Staten al tot verandering heeft geleid, doet zich nu ook gelden in Italië en waarschijnlijk is de huidige sociale onrust in Frankrijk hier een vertakking van. Deze ontwikkelingen leiden op de obligatiemarkten tot een opwaartse trend van de rente op staatsobligaties. Voor de aandelenmarkten is dit een voorafspiegeling, in ieder geval in Europa, van een verschuiving in het economisch beleid ten gunste van de werknemers en dus niet van het kapitaal.

Het einde van de zekerheid van de monetaire ondersteuning leidt uiteraard tot een stijging van de risicokosten en dus tot een daling van de waarderingsmultiples op de aandelenmarkten

De marktvooruitzichten tegen deze achtergrond

Met de beëindiging van de zekerheid van monetaire ondersteuning is er in 2018 logischerwijs een cyclus van lagere risicobereidheid aangebroken. Het beleid van omvangrijke en regelmatige aankopen van financiële activa door de centrale banken leiden tot een onderdrukking van de marktvolatiliteit en dus tot een stimulering van de risicobereidheid. De terugkeer van de onzekerheid, of wellicht van ditmaal de zekerheid van een verlaging van de beschikbare liquiditeiten, leidt uiteraard tot een stijging van de risicokosten en dus tot een daling van de waarderingsmultiples op de aandelenmarkten en tot een verruiming van de creditspreads. Begin 2019 zal deze dynamiek aanhouden.

Een van de grootste risico's voor de aandelenmarkten, wellicht nog meer in de Verenigde Staten dan in Europa, is dat de bevestiging van de economische vertraging ten gevolge van het in de afgelopen 10 jaar toegenomen financiële hefboomeffect, een groot effect op de bedrijfsresultaten zal hebben. Ook op de bedrijfsobligatiemarkten zal de cyclische toename van het aantal wanbetalingen in combinatie met de stijgende rentetrend van risicoloze obligaties tot grote kwetsbaarheid leiden van het investmentgrade-segment, waarvan het rendement nauwelijks nog het kredietrisico compenseert.

Ook de overheidsschuld van de meest kwetsbare landen zou door de economische vertraging verder kunnen oplopen. Hierdoor moet worden gevreesd dat de markten en de ratingbureaus de houdbaarheid van het schuldenniveau van Italië streng zullen beoordelen als de economie van het land ernstig zou vertragen. Daarentegen zou het stijgingspotentieel van de traditionele veilige havens-staatsobligaties beperkt moeten zijn vanwege de bevestiging van de stijgende risicokosten.

Op een gegeven moment zullen de centrale banken gedwongen zijn de witte vlag te hijsen en hun normaliseringsbeleid te beëindigen. Wanneer het zover is, zal het vooruitzicht op een terugkeer van een reflatoir beleid gunstig zijn voor de risicovolle activa en zeker in de eerste plaats voor de opkomende markten, die zitten te springen om liquiditeiten.

Op een gegeven moment zullen de centrale banken gedwongen zijn de witte vlag te hijsen

Dit is voor 2019 een mogelijk scenario, maar voordat dit zou kunnen gebeuren, zouden eerst de financiële omstandigheden erg moeten verslechteren, zodat de centrale banken zich gewonnen moeten geven. Een dergelijke verslechtering zou kunnen worden veroorzaakt door een grote marktcorrectie, waarbij de instappunten en aantrekkelijk worden. Tot het zover is, zou het scenario van de kettingbotsing moeten voortduren, afgewisseld met rustigere periodes. Tegen een achtergrond van grote terughoudendheid in 2019 zijn dus waakzaamheid en opportunisme geboden.

Bron: Carmignac, December 2018, Bloomberg, 30/11/2018

Beleggingsstrategie

Aandelen

Na drie kwartalen die werden gekenmerkt door een extreme polarisatie op de financiële markten en waardoor de Amerikaanse effecten nieuwe records vestigden, is deze beweging door een massale correctie van de Amerikaanse markt in oktober eindelijk tot stilstand gekomen, waardoor de daling van de markten in de rest van de wereld werd versterkt. Het monetaire normaliseren van de Fed leidt logischerwijs tot een afname van de multiples, waardoor we de portefeuille meer concentreren. Niet alleen, zoals eerder, op hoogwaardige groeiaandelen, maar nu ook met een grotere nadruk op hun waarderingen.

Om deze redenen hebben we onze afgewend van waarden met een zeer hoge groei ten gunste van groeiwaarden die aantrekkelijk zijn vanwege hun financiële omstandigheden en de waardering. Dit was het geval voor bedrijven als Alphabet, Booking.com en Electronic Arts. Zij noteren een omzetgroei van 10-20% en een redelijke K/W-verhouding tussen de 18 en 20x. Per saldo hebben we het aantal posities in de portefeuilles verlaagd om ons op onze belangrijkste overtuigingen te richten, met als tegenwicht een verhoogde liquiditeit. Op kortere termijn wijst het tempo van de correctie er mogelijk op dat posities in technisch opzicht overgekocht zijn, wat tot technische opveringen van de aandelenmarkten kan leiden. De sterk uiteenlopende prestatieverschillen zullen echter een cruciale rol blijven spelen. We behouden dus een defensievere portefeuilleopbouw in combinatie met een verlaagde aandelenblootstelling, aangevuld met optiestrategieën waarmee we willen profiteren van eventuele technische opveringen.

Obligaties

Er zijn verschillende factoren waardoor we een neutrale gevoeligheid op schatkistpapier van kernlanden aanhouden. De ontwikkeling van de correlatie tussen aandelen en obligaties, het politieke risico in Europa, de wereldwijde macro-economische vertraging en de inflatie in combinatie met een zelden vertoonde daling van de oliekoersen leiden tot een pas op de plaats bij de rentestijgingen. In de Verenigde Staten wijzen de verzoenende uitspraken van Jay Powell er mogelijk op dat de centrale bank zich bewust is dat de macro-economische indicatoren verslechteren. Desalniettemin blijven de markten zelfgenoegzaam, met name in Europa waar de consensus uitgaat van een relatief geleidelijke stijging van de rente in de eurozone, terwijl in de Amerikaanse obligaties een hoge groei en sneller stijgende lonen verwerkt zijn en Japan zijn beleid aanpast om de rentecurve te versteilen.

Wij zullen onze posities in obligaties van kernlanden de komende maanden dus actief beheren. Op de kredietmarkt leiden de hoge waarderingen tot een hoger risico op deze activaklasse, terwijl de kerncijfers geleidelijk verslechteren en de liquiditeit verder blijft afnemen. Gezien deze omstandigheden hebben we onze blootstelling aan de kredietmarkt fors verlaagd en hiermee de liquiditeiten fors verhoogd.

Valuta's

De valutamarkt wordt gekenmerkt door de afwezigheid van een duidelijke trend van de ontwikkeling van de twee belangrijkste valuta's ten opzichte van elkaar: de euro en de dollar. Er is een groot aantal potentiële factoren dat tot een verzwakking van deze munten kan leiden. De dollar heeft nog steeds te lijden van een toenemend tekort op de lopende rekening en van de eerste tekenen van een vertraging van de Amerikaanse groei. De euro blijft gebukt gaan onder het risico van een weer oploeiende politieke instabiliteit gecombineerd met een minder dynamische groei in de Verenigde Staten.

Tegen deze achtergrond hebben onze blootstelling aan de euro vergroot in het kader van een algemene verlaging van het risico van onze portefeuille. De valuta's van opkomende landen blijven een kwetsbare activaklasse nu de Amerikaanse Federal Reserve een begin heeft gemaakt met het leeg laten lopen van de liquiditeitenzeepbel.

Belangrijke juridische informatie

Dit document is gepubliceerd door Carmignac Gestion S.A., een door de Franse toezichthouder Autorité des Marchés Financiers (AMF) erkende vermogensbeheerder, en zijn Luxemburgse dochteronderneming, Carmignac Gestion Luxembourg, S.A., een door de Luxemburgse toezichthouder Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) krachtens artikel 15 van de Luxemburgse wet van 17 december 2010 erkende beheermaatschappij van beleggingsfondsen. "Carmignac" is een gedeponeerd merk. "Investing in your Interest" is een aan het merk Carmignac verbonden slogan. Dit document vormt geen advies met het oog op een belegging in of arbitrage van effecten of enig ander beheer- of beleggingsproduct of enige andere beheer- of beleggingsdienst. De in dit document opgenomen informatie en meningen houden geen rekening met de specifieke individuele omstandigheden van de belegger en mogen in geen geval worden beschouwd als juridisch, fiscaal of beleggingsadvies. De informatie in dit document kan onvolledig zijn en kan ook zonder voorafgaande kennisgeving worden gewijzigd. Dit document mag noch geheel noch gedeeltelijk worden gereproduceerd zonder voorafgaande toestemming.