



50 tinten zwart

Januari 2019



Auteur(s)
Didier Saint-Georges

Lengte
7 minuten leestijd

Enkel voor professionele beleggers.

Dit document is niet bestemd voor Belgische privé-beleggers.

Sinds onze Note "[2019 of de eindfase van de kop-staartbotsing](#)" van afgelopen december is ons oordeel over de markten voor dit nieuwe jaar ongewijzigd gebleven. Zoals u zich wellicht herinnert, stelden we in dat artikel dat het aanbreken van een nieuw kalenderjaar niet betekent dat we het botsing-scenario (tussen de economische, monetaire en politieke cycli) naar de prullenmand kunnen verwijzen. Dit vormde dan ook de rechtvaardiging voor een grote mate van terughoudendheid bij alle activaklassen, maar ook een potentiële "bron van beleggingskansen die we niet willen mislopen".

Het is namelijk zo dat de stemming op de markten vaak door kuddegedrag wordt bepaald, waardoor het sentiment heen en weer kan worden geslingerd tussen aarzeling en overdrijving en tussen wantrouwen en hoop. In dat opzicht is dit jaarbegin een goed voorbeeld van het feit dat, hoewel de basistrend door verslechterende economische en monetaire kerncijfers weliswaar negatief is, er toch ruimte kan zijn voor nuances naarmate deze voortschrijdt. Zulke periodes kunnen zelfs van voldoende omvang zijn om er door middel van actief beheer van te profiteren, zolang men de koers niet uit het oog verliest.

Er is inmiddels duidelijk sprake van een synchrone wereldwijde economische vertraging*

Het is nu begin 2019 en zelfs de meest optimistische economen erkennen eindelijk dat er sprake is van een algemene cyclische vertraging: de wereldwijde PMI-index van J.P. Morgan is in december met 0,5 punten gedaald tot 51,5 en alle grote regio's in de wereld dragen bij tot deze vertraging. Zo is de Amerikaanse ISM-index voor de industriële productie, die in absolute zin weliswaar nog steeds hoog is, in december fors gedaald van 59,3 tot 54,1 en is de PMI-index van de Amerikaanse dienstensector teruggevallen van 60,7 tot 57,6. In China is de Markit-Caixin PMI-index, die al een jaar aan het dalen was, onder de 50 (49,7) terechtgekomen, waardoor het land volgens de indicatoren voor de industriële activiteit in een recessie is beland. Hiermee samenhangend is ook de Duitse PMI-index voor de industriële productie gedaald, van 63,3 aan het begin van het jaar tot 51,5 aan het einde van het jaar. Deze trend in Europa werd ook in Frankrijk bevestigd, waar de protestbeweging van de gele hesjes heeft bijgedragen tot de daling van de Franse PMI-index voor de industriële productie tot onder de grens van 50 (49,7), evenals in Italië waar de PMI-index op recessie-niveau is gebleven (49,2*).

DE MARKT IS INMIDDELS DOORDRONGEN VAN DE VERTRAGING VAN DE CYCLUS

53% van de beleggers gaat voor 2019 uit van een daling van de wereldwijde groei



Bron: 12/2018, percentage van de ondervraagden dat een sterkere economie verwacht. Enquête uitgevoerd door BofA Merrill Lynch Global Fund Manager Survey.

De mogelijkheden om een stimuleringsbeleid te voeren zijn zeer beperkt

Op korte termijn is het in Europa moeilijk voor te stellen hoe de Europese Centrale Bank de groei zou kunnen ondersteunen, aangezien ze onlangs haar activa-opkoopprogramma heeft beëindigd. De kans dat fiscaal stimuleringsbeleid zijn vruchten af zal werpen, is er door de inmiddels verwachte min of meer forse overschrijdingen van de Italiaanse en Franse begroting ook niet groter op geworden.

Ook in China is speelruimte voor de overheid beperkt. Er is daar al een aantal maatregelen genomen om de activiteit te stimuleren, waaronder onlangs een forse verlaging van de reserveverplichtingen voor de banken. Maar er zijn ook steeds meer bezwaren tegen het invoeren van nog meer stimuleringsmaatregelen. Zo heeft momenteel het laten leeglopen van de kredietzeepbel prioriteit (we herinneren eraan dat het schuldenniveau van het land momenteel 270% van het BBP* bedraagt). Bovendien heeft China geen overschot op de lopende rekening. Hierdoor zou een buitensporig begrotingstekort niet alleen indruisen tegen het strategische verlangen de onevenwichtigheden terug te dringen, het zou ook snel leiden tot een daling van de munt, waardoor de sfeer rond de tariefonderhandelingen met de regering Trump onmiddellijk nog meer gespannen zou worden.

In de Verenigde Staten ten slotte leidt de patstelling in de besprekingen tussen Donald Trump en de recente democratische meerderheid in het congres al tot een verschuiving in de financiering van de lopende uitgaven voor de uitvoering van de taken van de federale overheid. Hierdoor is een versoepeling van het monetair beleid van de Fed de enige hoop.

Is de Fed in staat om de markten nog een keer te stimuleren?

Tijdens een interview op 4 januari heeft Fed-voorzitter Jay Powell opmerkelijke uitspraken gedaan. Terwijl uit de werkgelegenheidscijfers in de Verenigde Staten blijkt dat de Amerikaanse economie er bijzonder goed voorstaat, wat logischerwijs een reden zou zijn voor een vastberaden en onwrikbare houding, sloeg Powell zeer duidelijk een andere toon dan in zijn uitspraken van 19 december. Wat met name opviel was dat hij de afbouw van de balans van de Fed niet voorstelde als een in gang gezet niet-onderhandelbaar proces. Hij liet daarentegen doorschemeren dat het tempo hiervan mogelijk wordt aangepast. Meer in het algemeen noemde hij de markt risico's als factor die zijn analyse voor een passend monetair beleid hadden beïnvloed. De markten zagen in deze uitspraken een duidelijke analogie met de situatie van begin 2016, wat overigens door Powell niet werd tegengesproken, toen de Fed geconfronteerd werd met verkrappende financiële omstandigheden ten gevolge van de zwakte op de markten en waardoor ze uiteindelijk haar doelstellingen voor de monetaire verkrapping verlaagde; deze ingreep van de Fed ondersteunde de forse opbrengst van de markten.

Hoewel de terugkeer van de Fed naar een "flexibele houding" in het licht van de marktontwikkelingen bovendien vergezeld zou moeten gaan van enige snedige voortgang in de handelsbesprekingen tussen de regering-Trump en China, zou de forse daling van de aandelenmarkten van afgelopen jaar plaats kunnen maken voor een redelijk substantiële opvering. Ter illustratie herinneren we eraan dat alleen al in het laatste kwartaal van 2018 de Euro Stoxx en Amerikaanse S&P 500 tussen de 12% en 15%* hebben moeten inleveren.

Fed-voorzitter Jay Powell heeft aangegeven bereid te zijn zich flexibel op te stellen, wat belangrijk is, maar niet op onvoorwaardelijke wijze

Moeten we dus maar uitgaan van een duurzame ommekeer van de markt?

In de eerste plaats heeft Jay Powell aangegeven bereid te zijn zich flexibel op te stellen, maar niet op onvoorwaardelijke wijze. Hij lijkt overigens geenszins overtuigd dat de afbouw van de Fed-balans zou hebben bijgedragen tot de instabiliteit op de markten. Bovendien zijn de economische indicatoren in de Verenigde Staten als de ISM zelf gevoelig voor de marktontwikkelingen. Wanneer de markten opveren dragen ze bij tot een stabilisering van de PMI's, waardoor de facto een van de argumenten ten gunste van monetaire verruiming verdwijnt. Ten slotte staan er op het scorebord van de Fed, overeenkomstig haar statutaire doelstellingen, volledige werkgelegenheid in de Verenigde Staten en een inflatie van 2%; er is op dit moment dus geen aanleiding voor de Fed om haar monetair beleid overboord te gooien. Tegelijkertijd leidt deze druk op de arbeidsmarkt via geleidelijk stijgende lonen ertoe dat de marges van de bedrijven afbrokkelen, waardoor de mogelijkheid van teleurstellende bedrijfsresultaten in het door ons geschetste vertragende economische klimaat zal toenemen.

Onze conclusie is dat er een kans bestaat op een "technische" opvering van de markten, die afhankelijk van de politieke omstandigheden in de komende weken van een omvang kan zijn die het de moeite waard maakt om hierop in te spelen. De hoogwaardige conjunctuurgevoelige aandelen, waarvan de koers van sommige in de afgelopen maanden is ingestort, bieden zeker de beste beleggingskansen.

De huidige verwachte stijging van de bedrijfsresultaten met +8%* in 2019 worden mogelijk neerwaarts bijgesteld. En het is te vroeg om uit te gaan van een verschuiving op monetair gebied

De fundamentele problemen zijn daarentegen verre van opgelost. Begin 2019 zullen de bedrijfsresultaten in zowel Europa als in de Verenigde Staten waarschijnlijk verder neerwaarts worden bijgesteld. In plaats van de verwachte groei van circa 8%* van de nog te publiceren resultaten, is het mogelijk dat er ten opzichte van 2018 ten gevolge van afnemende omzetcijfers en dalende marges eerder sprake is van een absolute daling. In dit opzicht zullen de bedrijfsresultaten over het vierde kwartaal van 2018 en de toelichtingen tot meer duidelijkheid leiden. Tegelijkertijd is het voor de Amerikaanse centrale bank nog niet mogelijk om af te zien van haar doelstelling van monetaire normalisering, en de mogelijkheden voor de ECB zijn momenteel grotendeels uitgeput. In de loop van het jaar zou er een monetaire verschuiving kunnen plaatsvinden, maar hiervoor moeten de markten of de reële economie verder onder druk komen te staan. Hierdoor zou ook een wellicht langer aanhoudende opvering slechts tijdelijk zijn en geen ommekeer betekenen van de trend die bijna een jaar geleden is ingezet. Wanneer deze opvering zich voordoet, komt het erop aan hiervan te profiteren.

Beleggingsstrategie

Aandelen

In 2018 hebben de aandelenmarkten een forse correctie doorgemaakt na de botsing tussen de economische, monetaire en politieke cycli. In december was er een versnelling van deze beweging, die een weerspiegeling was van verwachte daling van de bedrijfsresultaten in 2019. De gevolgen van deze kettingbotsing zouden ten minste nog tot in de eerste helft van 2019 merkbaar moeten blijven en tot een niet-lineaire neerwaartse druk op de aandelenmarkten moeten leiden.

Daarom richten we ons nog steeds op groeiwaarden die aantrekkelijk zijn uit financieel oogpunt en vanwege de waardering. We zijn dus doorggegaan met het afbouwen van onze blootstelling aan waarden met zeer hoge groei, met name in het software-segment. De hoge waardering daarvan na jaren van goede prestaties in een klimaat van verbeterende kerncijfers lijkt ons onder de huidige omstandigheden riskant. Onze sterke overtuigingen worden ondersteund door een hoog niveau van liquiditeit. Door deze liquiditeit beschikken we over speelruimte om te profiteren van aantrekkelijke instappunten. Dit geldt aan het begin van dit jaar bijvoorbeeld voor de Chinese online retailreus JD.com, de op een na grootste speler in de sector na Alibaba, waarvan de koers is gehalveerd, ondanks de goede kerncijfers en de vrijwel met de verwachtingen overeenkomende bedrijfsresultaten.

Over de hele lijn leidt deze neerwaartse druk op de aandelenmarkten tot een aantal in technisch opzicht oververkochte posities, waardoor we onze aandelenblootstelling op flexibele wijze moeten beheren en tegelijkertijd onze portefeuille zeer zorgvuldig moeten blijven samenstellen.

Obligaties

Op de obligatiemarkt lieten de veilige havens in december hun beste maandprestatie van het jaar optekenen. Als gevolg van de toenemende onzekerheid over de gezondheid van de wereldeconomie zochten beleggers namelijk hun toevlucht tot activa die als hoogwaardig worden beschouwd.

De kredietmarkten bleven het daarentegen moeilijk hebben. Dat geldt met name voor high-yield-obligaties, die omlaag werden getrokken door de sterke daling op de aandelenmarkten. Het aan het kredietgedeelte verbonden risico hebben we in een eerder stadium afgebouwd.

We blijven de algemene rentegevoeligheid actief beheren. Met het oog op de volatiliteit op de aandelenmarkten en de economische vertraging in Europa en China hebben we deze naar boven bijgesteld. Daarnaast plaatsen we nog steeds grote vraagtekens bij de ontwikkeling van de rente op Amerikaans schatkistpapier. Hoewel de Fed een andere toon heeft aangeslagen, heeft het land nog steeds een dynamische economie en kan de centrale bank het zich voorlopig niet permitteren om de inkrimping van zijn balans te herzien (sinds oktober vorig jaar wordt maandelijks 50 miljard dollar aan liquiditeiten aan de markt onttrokken). We blijven dan ook voorzichtig ten aanzien van Amerikaanse obligaties en geven de voorkeur aan Aziatisch en Europees schuldpapier.

Vanwege de wereldwijde economische vertraging handhaven we onze gematigde blootstelling aan activa uit opkomende landen, ondanks de aantrekkelijke waarderingen in bepaalde sectoren. We wachten liever totdat deze economieën zich hebben gestabiliseerd en er in de handelsbesprekingen tussen de VS en China concrete vooruitgang is.

Valuta's

De twee belangrijkste valuta's, de euro en de dollar, hebben zich in de loop van het kwartaal binnen een nauwe bandbreedte ontwikkeld. We blijven in het kader van het risicobeheer binnen onze portefeuille de voorkeur geven aan de euro en in mindere mate aan de yen, ten koste van de dollar.

De dollar heeft namelijk nog steeds te lijden van een toenemend tekort op de lopende rekening en van de eerste tekenen van vertraging in de Amerikaanse groei. De tekenen van flexibiliteit waar de Amerikaanse Federal Reserve onlangs blijk van heeft gegeven, wijzen ook in deze richting. De valuta's van opkomende landen blijven in dit klimaat van wereldwijde vertraging relatief kwetsbaar nu de Fed een begin heeft gemaakt met het leeg laten lopen van de liquiditeitszeepbel.

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 gedeponeerde 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.