



De storm raast voorbij – de cyclus blijft

April 2018



Auteur(s)
Didier Saint-Georges

Lengte
6 minuten leestijd

Enkel voor professionele beleggers.

Dit document is niet bestemd voor Belgische privé-beleggers.

Aan het eind van dit eerste kwartaal van 2018 lijken veel beleggers zich nog af te vragen in wat voor woelige wateren de markten verzeild zijn geraakt. Er staat naar het schijnt een "handeloorlog" tussen de VS en China voor de deur, of een opstand tegen de grote techbedrijven: door zulke gelegenheidsverklaringen kan een vaag gevoel van ongerustheid opeens vaste vorm aannemen. Dat is echter niet de kern van de zaak (zie onze Note van maart: "[Een tien jaar oud raadsel is bijna opgelost](#)"). De thans ingezette periode van instabiliteit is anders van aard. Er staat ons evenmin deflatie of een economische terugval te wachten; wel heerst er veel verwarring over het uiteindelijke effect van een verkrapting van het monetair beleid – en van een liberaler fiscaal beleid – op economieën en financiële activa die al jaren worden gestimuleerd door de voortvarende steun van centrale banken.

Laten we eerst eens bekijken wat er, qua groei, werkelijk op het spel staat bij de spanningen in het handelsverkeer, en bij de problemen met gegevensbescherming bij de technologie-reuzen. Vervolgens zullen we nogmaals het centrale scenario verduidelijken dat naar ons idee een geloofwaardige uitweg biedt uit deze periode van instabiliteit.

Een handelsoorlog met bokkensprongen

De ware inzet van de handelsoorlog tussen China en de Verenigde Staten is technologisch overwicht op lange termijn

Dat Donald Trump op een neomercantilistisch handelsbeleid uit is, weten we al van toen hij nog presidentkandidaat was, al stond dit streven in 2017 nog even op wauwlam. Overigens is in de Verenigde Staten een vrij groot deel van de publieke opinie er best voor te vinden om te profiteren van gunstig lijkende inrichtingen door wat handelspartners voordeliger voorwaarden te bedingen.

Het is dus geen wonder dat dit streven in de aanloop naar de tussentijdse verkiezingen van november 2018 weer de kop opsteekt. Dat Donald Trump geen onderhandelt met de loop van zijn pistool tegen de slaap van zijn gesprekspartner is geen nieuws. Dat China over een ruim arsenaal van mogelijkheden beschikt om waarwerk te bieden, is ook geen nieuws. En daarmee zijn we aanbeland in een periode van machtsvertoon, dreigementen en tegendreigementen die het vertrouwen van de beleggers ondermijnt en zelfs de vraag doen rijzen of het vrije handelsverkeer in het kader van de Wereldhandelsorganisatie nog toekomst heeft. China zou heel wat concessies kunnen doen, en dat geldt waarschijnlijk ook voor de Europese Unie (tenslotte wordt de invoer van Amerikaanse auto's er met 10% belast, terwijl op Europese auto's in de Verenigde Staten maar 2,5% wordt geheven). De illusie dat het handelstekort van de Verenigde Staten met China nog dit jaar met 100 miljard dollar kan worden teruggebracht is echter te gek voor woorden (doordat de toeleveringsketens de hele wereld omspannen is dit een bijzonder ingewikkelde kwestie).

Maar de Amerikaanse president kennende gebruikt hij dit machtsvertoon voornamelijk voor binnenlands politieke doeleinden. Dat er de laatste tijd verscheidene specialisten in buitenlandse betrekkingen ontslag moesten nemen als stafmedewerker van Donald Trump, komt zeker doordat ze dat niet inzagen of zich er niet bij konden neerleggen. Het belangrijkste risico op korte termijn is dat dit conflict ten koste gaat van de dynamiek van consumptie en export in de VS. In werkelijkheid gaat het echter om iets anders: de technologische overmacht op lange termijn. En wat dat betreft zou de regering-Trump er goed aan doen zich meer zorgen te maken over de geringe investeringen in onderzoek en ontwikkeling van zowel de bedrijven als de overheid, en over de vele nieuwe hindernissen die wetenschappers en andere mensen met talent zullen moeten nemen om zich in de VS te kunnen vestigen, en die een structurele handicap zullen opleveren.



Als de kreet van de dag 'Occupy Silicon Valley!' luidt, moeten we daar niet van opkijken

Met zijn boze tweet aan het adres van Amazon speelt Donald Trump ook in op de tijdgeest. Regelmatig duikt immers het probleem van de gegevensbescherming bij Facebook weer op, en deze keer ging het om een ernstige zaak. Facebook zelf is zeker minder ongerust over de juridische gevolgen (die grotendeels gedekt worden door meestal blind geaccepteerde gebruiksvoorwaarden) dan over de imagoschade. Zullen professionele en particuliere gebruikers van Facebook het na deze grove blunder massaal laten afweten? Dat lijkt ons niet erg waarschijnlijk, want uit talloze opiniepeilingen blijkt dat de gebruikers van sociale netwerken zich niet veel illusies meer maken over de gegevensbescherming bij het netwerk dat ze gebruiken. Ze weten dat de diensten die door sociale netwerken worden verleend slechts "gratis" zijn in de zin dat je ervoor betaalt door gratis je persoonsgegevens aan de netwerkaanbieder te geven.

Een verstrenging van de wet- en regelgeving zit er inmiddels duidelijk in, te beginnen met de Europese verordening ter bescherming van de persoonsgegevens (AVG), die in mei aanstaande in werking treedt. Het gebruik van gegevens, de transparantie en de controles moeten zeker veel strikter geregeld worden. Als de kreet van de dag, zoals nu, 'Occupy Silicon Valley!' blijkt te luiden, moeten we daar dus niet van opkijken. De concurrenten, ook bij de traditionele media, die het zwaar te verduren krijgen met de technologie-reuzen, zijn legio, en telkens als ergens verontwaardiging oplaait, nemen die de gelegenheid te baat om olie op het vuur te gieten. Ze dragen dan ethische argumenten aan, soms terecht, en dat heeft nieuwe rechtsvoorschriften tot gevolg. Dat maakt deze technologieën echter nog niet waardeloos voor de gebruikers, of voor de adverteerders die er feedback uit krijgen. Deze laatste halen op de digitale platforms namelijk een rendement waar de traditionele media alleen maar van kunnen dromen.

Overigens hebben Facebook en Amazon aanstekelijk gewerkt op de hele technologiesector, ook al vertoont het bedrijfsmodel van veel ondernemingen er niet de juiste gelijkens mee. Wie de kracht van die bedrijfsmodellen, robuust en uiteenlopend als ze zijn, grondig genoeg bestudeert, vindt bij elke marktcorrectie koopkansen voor de lange termijn.

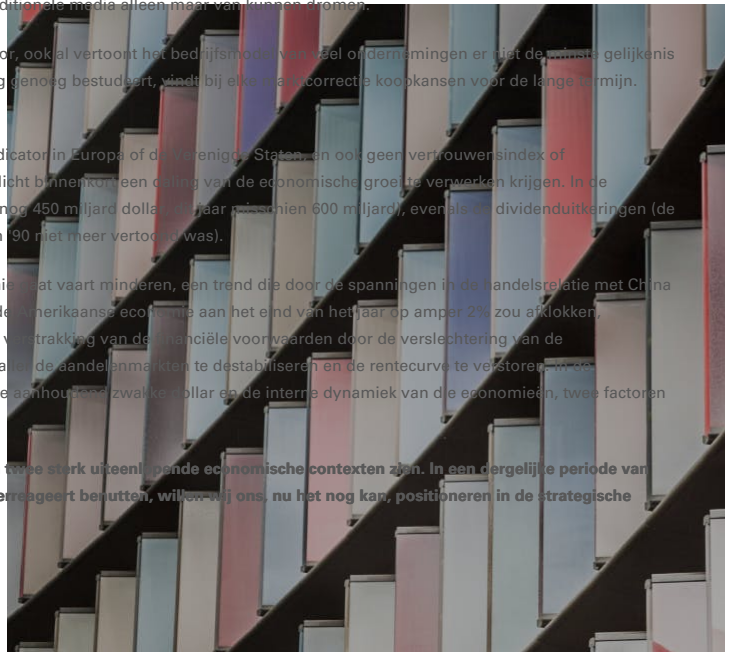
En intussen staat de cyclus niet stil

Er is de laatste tijd geen enkele economische indicator gepubliceerd, geen enkele PMI-indicator in Europa of de Verenigde Staten en ook geen vertrouwensindex of consumptiestatistiek, die momenteel in strijd is met onze prognose dat de beleggers wellicht binnenkort een omliep van de economische groei te verwachten krijgen. In de Verenigde Staten jaagt de belastinghervorming de aandeleninkopen verder aan (in 2017 nog 450 miljard dollar per jaar, misschien 600 miljard), even als de dividenduitkeringen (de uitkeringsratio belooft nu al 40% van de netto-resultaten, een niveau dat sinds eind jaren '90 niet meer vertoond was).

De veerkracht van de Amerikaanse aandelenmarkt blijft dus hoog. Maar de reële economie, die vaart minderen, een trend die door de spanningen in de handelrelatie met China alleen maar kan worden versterkt. Het zou ons overigens niet verbazen als de groei van de Amerikaanse economie aan het eind van het jaar op amper 2% zou afklokken, beduidend lager dus dan de consensusverwachting van 2,8%. Samen met een algemene vertraging van de financiële voorwaarden door de verslechtering van de bedrijfsobligatiemarkt en een minder accommoderend monetair beleid begint deze tegenvallende groei de aandelenmarkten te destabiliseren en de rentecurve te verstoren, twee ontwikkelingen die opkomende landen ondervinden zowel de aandelen- als de obligatiemarkten steun van de Amerikaanse zwakke dollar en de interne dynamiek van de economieën, twee factoren die de Europese markten niet veel speelruimte opleveren.

Wij blijven de huidige instabiliteit op de markten dus als teken van een overgang tussen twee sterk uiteenlopende economische contexten zien. In een dergelijke periode van fragiliteit is actief risicobeheer noodzakelijk en moeten we situaties waarin de markt overreageert besutten, willen wij ons, nu het nog kan, positioneren in de strategische winnaars van de marktcontext die over enkele maanden zal intreden.

* PMI (Purchasing Managers Index) is een samengestelde indicator van de activiteit in de maakindustrie.



Beleggingsstrategie

Aandelen

Na alweer een maand van dalingen staan de meeste indexen, gemeten vanaf het begin van het jaar, nu in het rood. De daling was geografisch vrij gelijkmatig gespreid, waaruit blijkt dat de risico-aversie bij de beleggers is toegenomen. In dit klimaat hebben wij onze aandelenblootstelling sterk verminderd, afdekkingstrategieën toegepast en een aantal posities afgestoten: dat is met name het geval bij ondernemingen die blootstaan aan consumptiekrediet en kwetsbaar zijn bij een stijging van de beleidsrente die niet gepaard gaat met versnelde economische groei.

In onze portefeuille met technologie-effecten hebben sommige posities in Amerikaanse ondernemingen met een grote beurswaarde de afgelopen maand weliswaar verlies geleden, maar konden we dankzij onze strategie van diversificatie naar kleinere bedrijven, zoals GrubHub, en naar bedrijven uit opkomende landen, zoals Hikvision, de correctie van onze technologische ondernemingen enigszins temperen. Het winstgroeioprofiel van deze bedrijven lijkt ons nog steeds tot de aantrekkelijkste te behoren, maar we moeten met name ten aanzien van de ontwikkeling in de belastingregelingen en rechtsvoorschriften nog altijd zeer selectief te werk gaan.

Obligaties

De rente op staatsobligaties is marktbreed gedaald, een paar zeldzame uitzonderingen, zoals de Turkse rente, niet te na gesproken. Hoewel de Federal Reserve de beleidsrente in de loop van de maand opnieuw verhoogde, viel de Amerikaanse tienjaarsrente in maart terug tot beneden de 2,80%.

We hadden onze short-posities in Amerikaanse staatsobligaties al van de hand gedaan en die in Duits staatspapier teruggebracht, waardoor we konden profiteren van dit gunstige koersverloop dankzij onze long-posities in staatsobligaties van zowel perifere eurolanden (Italië, Spanje, Portugal en Griekenland) als opkomende landen (voornamelijk in Latijns-Amerika).

Dankzij onze selectieve allocatie in bedrijfsobligaties konden we ook de aanhoudende druk op de spreads ondervangen.

Valuta's

Anders dan in andere beleggingscategorieën was er op de valutamarkten de afgelopen maand geen sprake van een significante stijging van de volatiliteit: zo sloten de valuta's van de grote ontwikkelde landen de maand af met gematigde schommelingen. Wel is de euro licht gestegen ten opzichte van de dollar, en doordat we niet blootgesteld waren aan de Amerikaanse munt kwam dit onze wisselkoersstrategie ten goede. Met de valuta's van opkomende landen ging het verschillende kanten op. Zo steeg de Mexicaanse peso fors terwijl de Braziliaanse real terugviel.

Dankzij onze gespreide allocatie aan valuta's van opkomende landen konden we deze volatiliteit gladstrijken. In de loop van de maand namen we gedeeltelijk winst op onze allocatie aan de yen omdat het onzekerder geworden politieke klimaat in Japan de valuta van dat land wellicht wat minder aantrekkelijk zal maken als veilige toevlucht.

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 gedeponerd 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.