Het mijnenveld aan het einde van een conjunctuurcyclus

September 2018

Auteur(s)
Didier Saint-Georges

Lengte
6 minuten leestijd

Enkel voor professionele beleggers.

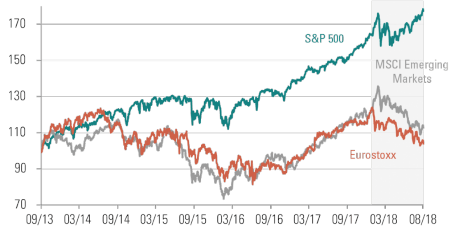
Dit document is niet bestemd voor Belgische privé-beleggers.

Aan het begin van de zomer hebben we nadrukkelijk aandacht besteed (zie Carmignac's Note van juli "Kop-staartbotsing") aan de risico's voor de markten wanneer drie parallellen cycli in de eindfase belanden: de monetaire (het leeglopen van de liquiditeitenbubbel), de economische (de vertraging van de internationale conjunctuur) en de politieke cyclus (de opkomst van economisch nationalisme). Gedurende de zomer werden de eerste negatieve signalen, die zich in het voorjaar hadden aangediend, helaas bevestigd. Ten gevolge van het afgenomen dollaraanbod heeft de monetaire component vooral de opkomende landen benadeeld. De economische component heeft vooral een impact gehad op de grondstoffenkoersen en Europa; de Verenigde Staten daarentegen profiteren nog steeds van het expansionistische beleid van de regering-Trump. De politieke component ten slotte had vooral nadelige gevolgen voor Europa en, nogmaals, de opkomende landen.

In een late conjunctuurfase is het altijd heel moeilijk om op doeltreffende wijze te manoeuvreren. Want op het moment dat de eerste slachtoffers beginnen te vallen, meestal onder de meest kwetsbare spelers, zijn er ook andere die met een ultieme krachtsinspanning het hoofd boven water houden. Het gevolg is dat de prestaties van regio's, sectoren en activaklassen onderling opeens sterk uiteenlopen.

Wanneer drie cycli gelijktijdig hun laatste fase ingaan, kunnen zich vreemde verschijnselen voordoen

Koersevolutie op 5 jaar (in USD) van de aandelenmarkten van de Verenigde Staten, Europa en de opkomende landen (EM)



Bron: Carmignac, Bloomberg, 30/08/2018

Tot zover geen vuiltje aan de lucht in de Verenigde Staten

De stijging van de Amerikaanse aandelenmarkt houdt sinds drie maanden aan, terwijl de meeste andere markten hebben moeten afhaken. Zo is de S&P 500 sinds begin dit jaar met +9% gestegen, tegenover -2% voor de Europese index Euro Stoxx en -8% voor de EM-aandelenindex. Dit enorme verschil toont aan dat, ondanks de naderende midterm-verkiezingen in de Verenigde Staten, beleggers nog steeds worden aangetrokken door de America First-doctrine, die op korte termijn gunstig uitpakt voor hun portefeuille.

De economische groei blijft ver boven onze verwachtingen (een groei van 4,2% in het tweede kwartaal), evenals de bedrijfsresultaten. En de vertrouwensindex van de huishoudens bereikten in juli het hoogste niveau sinds bijna twintig jaar. De outperformance van de Amerikaanse markt, die al lange tijd aan de gang is, trok dus verder aan. De monetaire ondersteuning wordt vooralsnog afgelost door een expansief begrotingsbeleid, waarbij de in het voorjaar ingezette stijging van de dollar niet alleen een weerspiegeling vormt van de toenemende kapitaalstromen naar de Verenigde Staten, maar deze ontwikkeling ook bevordert. Het land profiteert in de eindsprint van de cyclus immers als enige van stimulerende maatregelen. Tot zover is er dus geen vuiltje aan de lucht.

Wanneer de eindstreep is bereikt, is het echter belangrijk om in gedachten te houden dat de goed presterende Amerikaanse economie onvermijdelijk het effect zal voelen van de wereldwijde vertraging. De nadelige effecten van de douanetarieven en de aan Iran opgelegde sancties zullen voelbaar worden voor de Amerikaanse consument. Door de monetaire verkrapping zullen de momenteel nog zeer gunstige financieringsvoorwaarden verslechteren. Ook de omvang van het begrotingstekort zal dan zichtbaar worden. De Amerikaanse aandelenmarkt zal vervolgens van zijn voetstuk vallen en de dollar waarschijnlijk meeslepen.

Ondertussen wordt de uitzonderingspositie van de Amerikaanse markt versterkt door de bezorgdheid in de rest van de wereld. We moeten hier dus belegd blijven, maar de signalen die wijzen op het intreden van de laatste fase van deze cyclus scherp in de gaten houden.

De structurele zwakte van Europa op de proef gesteld

De tekenen van een economische vertraging zijn al duidelijk zichtbaar in Europa. Van de meeste voorlopende economische indicatoren is de trend omgeslagen en hetzelfde geldt voor het consumentenvertrouwen en de bedrijvigheidsindicatoren. Eerder waren we al uitgebreid ingegaan (zie Carmignac's Note van juni "Het aftellen is begonnen") op de problemen die de Europese Centrale Bank al snel zou ondervinden als gevolg van deze trendomslag. De bank wil immers haar activa-inkoopprogramma aan het einde van dit jaar stoppen. Maar deze handicap lijkt inmiddels te zijn ingecalculeerd en zoals we hierboven aangaven is de Amerikaanse economie wellicht binnenkort aan de beurt voor een trendomslag.

De politieke situatie in Italië zou kunnen leiden tot een nieuwe existentiële crisis in de Europese Unie. De ontwerpbegroting van de Italiaanse coalitieregering van de 5-sterrenpartij en de Lega Nord die op 15 oktober in Brussel wordt ingediend, zou wel eens het begin kunnen zijn van een periode van moeilijke onderhandelingen met harde standpunten, overdreven eisen en dreigementen. Ten gevolge van een ironische samenloop van omstandigheden zou het echter kunnen dat het tragische ongeluk met de brug in Genua zal leiden tot de goedkeuring van omvangrijke infrastructurele uitgaven, die zouden kunnen uitgesloten worden bij de berekening van de 3%-grens voor het Italiaanse begrotingstekort. Het zou echter onverstandig zijn om hier nu al met zekerheid van uit te gaan. De gelijktijdige invoering van een universeel basisinkomen, de aanzienlijke verlaging van de inkomstenbelasting en het terugdraaien van de pensioenhervormingen zouden kunnen leiden tot een structurele ontsporing van het Italiaanse begrotingstekort. Dit vooruitzicht zou de Europese Commissie, de centrale bank en de ratingbureaus niet onverschillig laten, hetgeen ook gevolgen zou hebben voor de waarde van Italiaanse overheidsobligaties en bancair schuldpapier. Terughoudendheid wat betreft Europese activa blijft aan de orde.

De opkomende landen zijn het belangrijkste indirecte slachtoffer van de kop-staartbotsing

Zoals we hierboven al aangaven, waren het de opkomende markten die, in nog grotere mate dan we hadden verwacht, sinds begin dit jaar het overgrote deel van de marktturbulentie te verwerken hebben gekregen. Het opdrogen van de liquiditeiten in dollars als gevolg van het Fed-beleid heeft over de hele lijn tot een daling van de opkomende markten geleid en de landen die hier het meest van afhankelijk waren letterlijk de grond in geboord (eerst Argentinië, vervolgens Turkije). Door de stijgende handelsgebieden die de regering-Trump heeft ingezet, is de situatie verder verergert. Het algemene besmettingseffect deed de rest.

De fraaie stijging van de Indiase aandelenmarkt daarentegen (+10% sinds begin dit jaar) is zonder enige twijfel toe te schrijven aan de nog steeds robuuste binnenlandse groeien een geloofwaardig monetair beleid. De ontwikkelingen op de Chinese markt zijn ook interessant: Peking heeft duidelijk kenbaar gemaakt de economische groei in China te willen beschermen tegen de dreigende vertraging, waarvan het risico door de houding van de regering-Trump is toegenomen.

Als gevolge daarvan hebben de cyclische sectoren goed gepresteerd, terwijl er, ironisch genoeg, sprake was van een verkoopgolf bij de kwaliteitsvolle groeiwaarden, die het de afgelopen twee jaar zo goed hadden gedaan. Met name de technologische waarden kregen klappen, terwijl tegelijkertijd de Nasdaq-index van de Amerikaanse technologische aandelen nieuwe records vestigde.

Wat betekenen deze ontwikkelingen voor de toekomst? Het volgende is zeker:

- als gevolg van de verdere normalisering van het Amerikaanse monetaire beleid, een proces dat nog weer net is begonnen, zal de algemene druk op het opkomende universum aanhouden;
- een positionering op plotselinge op- of neerwaartse bewegingen ten gevolge van de door de Verenigde Staten ingezette "handelsoorlog", dient te worden vermeden. Beleggingsovertuigingen op dit gebied zijn een illusie;
- ten slotte, en dit is van zeer groot belang, dienen we ons op de economische kerncijfers te richten, omdat die het enige ijkpunt vormen voor de prestaties op lange termijn.

In dat opzicht bieden Chinese groeiaandelen, die grotendeels zijn blootgesteld aan de binnenlandse markt (vaak in de technologiesector), een enorm potentieel.

> Chinese groeiaandelen bieden momenteel een enorm potentieel

Dus wanneer drie cycli gelijktijdig hun laatste fase ingaan, kunnen zich vreemde verschijnselen voordoen. Er kunnen her en der tijdbommen afgaan, terwijl het beperkte aantal schuilplaatsen al gauw overbevolkt zal raken. In technische termen betekent dit dat zich marktcorrecties kunnen voordoen, in eerste instantie zonder omvangrijke besmettingseffecten, terwijl de bovenkant van de markt uiterst smal wordt. Zo is er halverwege het jaar niet alleen sprake van een zeer grote voorsprong van de Amerikaanse markt op de rest van de wereld, maar is een enkel effect (Amazon) verantwoordelijk voor meer dan een derde van de performance. Als we daar Microsoft, Apple en Netflix aan toevoegen, zijn deze vier effecten verantwoordelijk voor meer dan 80% van de stijging van de S&P-index dit jaar.

Vermogensbeheer wordt een problematische bezigheid, waarbij het van het grootste belang is om het toenemend aantal zwakke punten en de concentratie van de posities scherp in het oog te houden.

Bron: Carmignac, September 2018, Bloomberg, 31/08/2018

Beleggingsstrategie

Aandelen

De kop-staartbotsing van de economische, monetaire en politieke cyclus heeft opnieuw geleid tot een toenemende instabiliteit op de financiële markten. De Amerikaanse aandelen, in de eerste plaats de technologische waarden, zijn de afgelopen maand de grote winnaars gebleken doordat ze in een risico-avers klimaat beter voorspelbare groeivooruitzichten bieden. Het opkomende universum is daarentegen verder gedaald omdat het slachtoffer is geworden van het afgenomen dollaraanbod en het handelsconflict met de VS. De waardering van de Europese aandelen wordt nog steeds gedrukt door de economische vertraging en de politieke onzekerheid.

Deze periode van cycli die hun einde naderen vormt volgens ons het belangrijkste risico voor de markten, zodat er bij de sector- en geografische allocatie een strikte effectenselectie moet worden toegepast. Gezien deze omstandigheden behouden we, voornamelijk in de Verenigde Staten, een hoge blootstelling aan kwaliteitseffecten. Zo versterken we, naast onze beleggingen in de segmenten e-commerce en videospelletjes, onze blootstelling aan bedrijven in de gezondheidszorg zoals Philips Electronics, dat de overgang heeft gemaakt van een complex conglomeraat naar een innoverende speler, gespecialiseerd op het gebied van gezondheidszorgtechnologie. We profiteren eveneens van de lage waardering van de Chinese technologische waarden om bepaalde posities te versterken. Een voorbeeld daarvan is Tencent, dat profiteert van zijn binnenlandse blootstelling en gediversifieerde rendementsbronnen. Dat laatste is te danken aan het grote aantal diensten die het bedrijf via zijn platform aanbiedt.

Overheidsobligaties

In augustus werden de risicovolle obligaties, zoals schuldpapier uit de OM en Italiaanse overheidsobligaties, opnieuw benadeeld door het dalende dollaraanbod en de politieke spanningen. Amerikaanse en Duitse overheidsobligaties daarentegen profiteerden van hun status als veilige haven.

In dit voor obligaties lastige klimaat handhaven we binnen onze portefeuilles een beperkt risiconiveau. Zo hebben we onze allocatie aan schuldpapier uit opkomende landen fors verlaagd. Hoewel de waarderingen aantrekkelijk lijken, is er in het opkomend universum nog steeds sprake van een groot aantal risicofactoren. Het lijkt ons dus prematuur om nu al weer in te stappen. In het segment bedrijfsobligaties hebben we onze blootstelling verlaagd in verband met de minder goede economische groeivooruitzichten, de krappere financieringsvoorwaarden en de toegenomen risicoaversie. In Italië verwacht men dat de nieuwe regering eind september met een begrotingsplan voor 2019 komt; daarom houden we ons afzijdig van Italiaans schatkistpapier. Ten slotte handhaven we onze long-positie op Amerikaans schatkistpapier, dat bijdraagt aan een robuuste portefeuillesamenstelling in het huidige instabiele klimaat.

Valuta's

Nu de Amerikaanse Federal Reserve is begonnen met het leeg laten lopen van de liquiditeitenzeepbel, beginnen de eerste zwakke schakels in het opkomende universum zichtbaar te worden. De Argentijnse en Turkse munt hebben hierdoor zware klappen gekregen. De inspanningen van Argentinië om de munt van het land te ondersteunen (stijging van de beleidsrente met 60% en de steun van het IMF) hebben tot nog toe geen effect gehad. De euro/dollarpariteit wordt nog steeds heen en weer geschud door de tegenstrijdige uitspraken over de handelsoorlog, het monetair beleid en de verwachtingen voor de economische groei.

Onze strategische valuta-allocatie blijft ongewijzigd: we behouden een long-positie op de yen om te kunnen profiteren van de veilige-havenstatus van de munt en handhaven een allocatie aan de dollar als tegenwicht van onze blootstelling aan de opkomende markten en grondstoffen.

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.