

## AANDELEN

# Over valuta's, handel en andere donkere wolken

augustus 22, 2018

De opkomende landen hebben in de eerste jaarhelft geworsteld met een storm van onzekerheden. Chetan Sehgal van Templeton Emerging Markets Equity staat stil bij de zaken die als donkere wolken hebben gehangen boven de activacategorie – inclusief een sterkere US dollar en handelsoorlogen – en benadrukt enkele positieve fundamentals op langere termijn. Hij denkt dat bepaalde zaken wat worden overdreven.



[Chetan Sehgal, CFA](#)  
[Senior Managing Director, Director of Portfolio Management,](#)  
[Franklin Templeton Emerging Markets Equity](#)

Na enkele mooie jaren hebben de opkomende landen het in de eerste helft van 2018 knap lastig gehad. Beleggers stonden vooral stil bij de negatieve factoren, in het bijzonder stijgende Amerikaanse rentevoeten, een sterke US-dollar en de handelsoorlog. We denken echter dat sommige van deze zorgen wat overdreven worden.

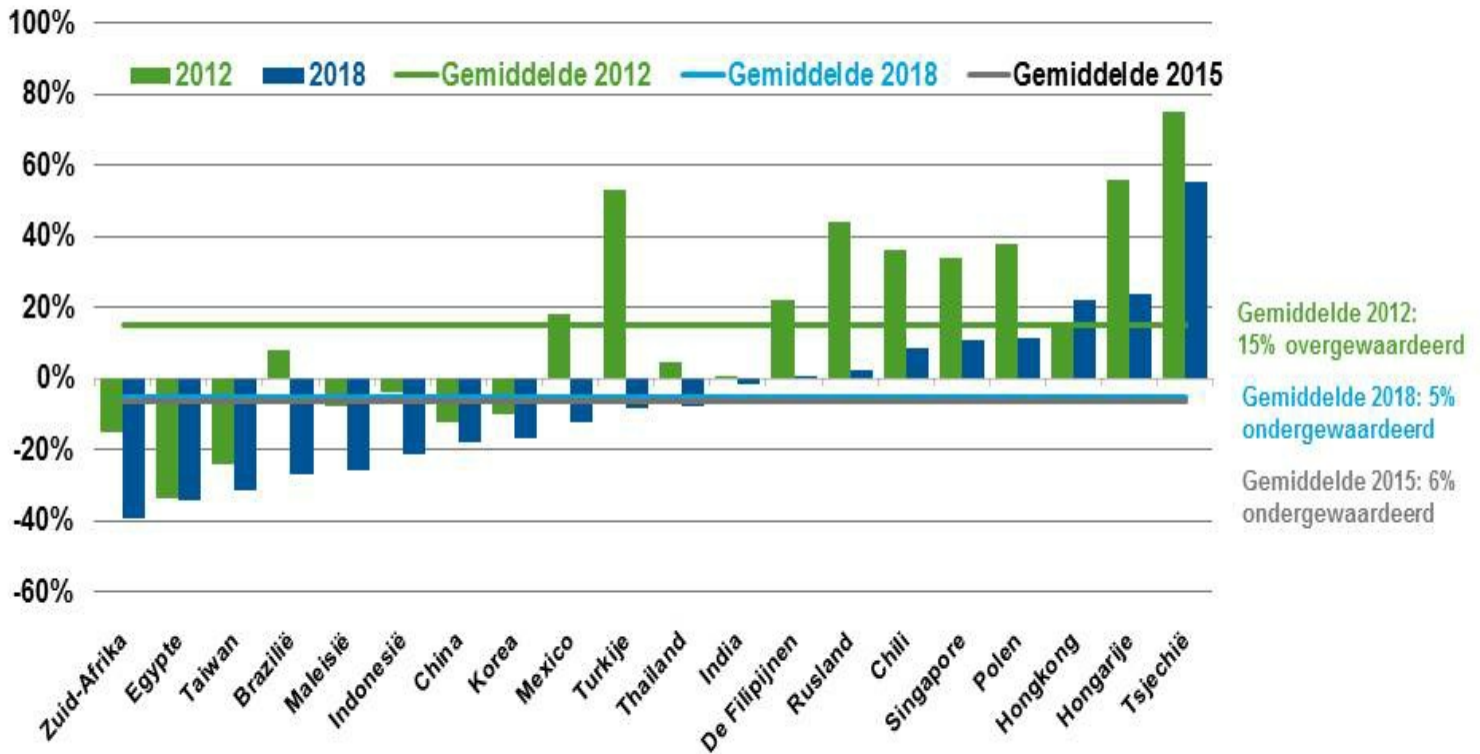
We erkennen dat een klimaat van stijgende Amerikaanse rentevoeten en een aantrekkende US-dollar, die weliswaar aangeven dat de Amerikaanse economie sterk is, een invloed kunnen uitoefenen op de opkomende landen. Hoewel een sterke Amerikaanse economie goed nieuws is voor de wereldeconomie (inclusief de opkomende landen) kunnen hogere rentevoeten ervoor zorgen dat ontleners meer moeten betalen voor hun externe schulden. Daardoor is het mogelijk dat lokale valuta's onder druk komen te staan omdat het afbetalen van schulden die werden aangegaan in dollars moeilijker wordt, en dat is precies wat er gebeurd is. Er is geld gestroomd uit de markten die als 'risicovoller' worden beschouwd. We hebben dit jaar gezien dat er kapitaal is weggestroomd uit de aandelen van de opkomende landen. Bepaalde valuta's zijn zodanig verzwakt dat ze momenteel ondergewaardeerd lijken ten opzichte van de US-dollar. We denken niet dat de markten de positieve fundamentals weerspiegelen die we momenteel zien.

Bepaalde landen met een precaire financiële toestand blijven de krantenkoppen halen, maar we moeten wel meegeven dat hun omvang vrij beperkt is in het kader van de ruimere activacategorie van de opkomende landen. Ze hebben ook zwakkere fundamentals. Zo is Turkije goed voor amper 2% van de MSCI Emerging Markets Index, Pakistan 0,5%, en Argentinië zit zelfs nog niet in de index.[\[1\]](#)

# Valuta's van de opkomende landen lijken ondergewaardeerd

## Koopkrachtpariteit (KKP) Waardering van belangrijke valuta's van de OM 2012 vs. 2018

Waardering vs. US\$

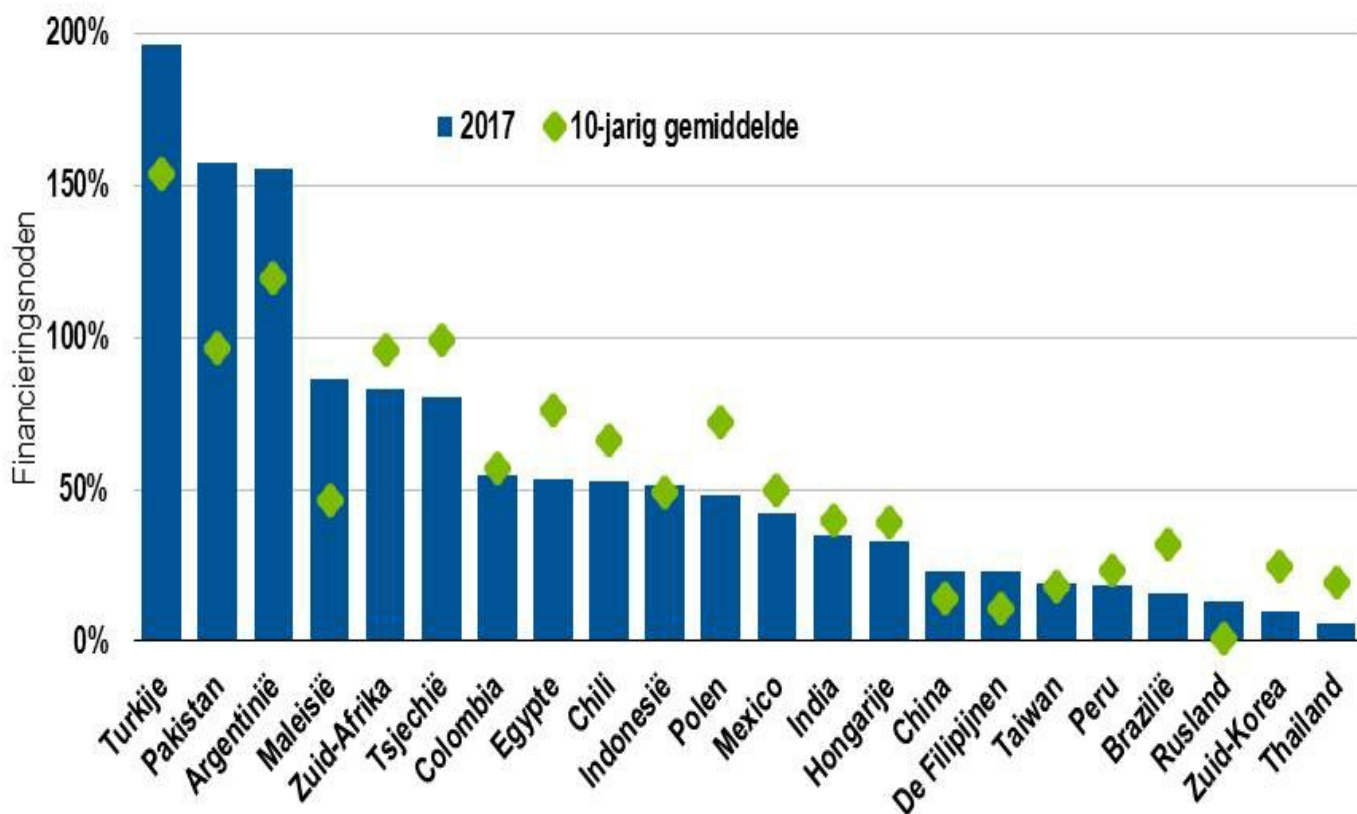


Alleen bedoeld ter illustratie. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.

Bronnen: IMF; FactSet; Franklin Templeton. Ga naar [www.franklintempletondatasources.com](http://www.franklintempletondatasources.com) voor meer informatie over de gegevensverstrekker. Uitgangspunt januari 1990; update juni 2018.

## Besmettingsrisico's lijken beperkt

Bruto externe financieringsnoden (% van FX reserves)  
2008–2017



Alleen bedoeld ter illustratie. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.

Bron: Factset, IMF, Capital Research. Per juni 2018. Er kan niet worden gegarandeerd dat schattingen of prognoses werkelijkheid zullen worden. Ga naar [www.franklintempletondatasources.com](http://www.franklintempletondatasources.com) voor meer informatie over de gegevensverstrekker.

## Een blik in het verleden - en de toekomst

De markten kijken vooruit. We hebben gezien dat ze voor de opkomende landen weleens overdrijven en te pessimistisch worden. We zagen dit ook al in 2013, toen de Amerikaanse Federal Reserve (Fed) aankondigde dat ze zou beginnen met de tapering van haar QE-programma, en opnieuw in 2015, toen de verstrakking begon. Het sentiment tegenover de opkomende landen was negatief. Hoewel het klopt dat sommige economieën kwetsbaar waren, hielden de markten in sommige gevallen rekening met crisisniveaus. De valuta's werden ondergewaardeerd, en toen de crisis zich niet voordeed, zagen we een herstelbeweging. De risicoaversie op korte termijn en een lichte stijging van de renteverwachtingen hebben bijgedragen tot de recente dollarsterkte, maar het valt nog af te wachten of deze duurzaam is.

Bovenop de rentevoeten en de dollar hebben we dit jaar gezien dat beleggers zich zorgen maken over de invloed van de Amerikaanse handelsheffingen. Hoewel de focus lag op de Amerikaanse heffingen, is de realiteit dat de handel tussen de regionale partners in de opkomende landen is toegenomen. Dit stimuleert in steeds grotere mate de groei.

China heeft heel wat Amerikaanse heffingen moeten slikken, maar is een groot tegengewicht geworden voor de Verenigde Staten op het vlak van het volume en de waarde van de handel in Azië en de opkomende landen in het algemeen. China is namelijk de grootste exportmarkt voor een heel aantal landen, en wil de handelsrelaties buiten de Verenigde Staten versterken. Als reactie op de Amerikaanse heffingen heeft China een aantal heffingen op geïmporteerde goederen van verschillende landen in de regio verminderd of geschrapt, denken we maar aan Zuid-Korea, India, Bangladesh, Laos en Zuid-Korea, waardoor deze landen de handelsoorlog met de VS kunnen doorstaan.

### **Kijken op langere termijn**

In de Verenigde Staten hebben de recente belastingverlagingen de groei van de economie en de activaprijzen gestimuleerd. Ze hebben echter ook bijgedragen tot inflatievrees en stijgende rentevoeten. Het is belangrijk om te weten dat de Amerikaanse belastingverlagingen worden gefinancierd met tekorten. Dat zou op langere termijn de US-dollar onder druk moeten zetten.

We zien heel wat redenen tot optimisme over de opkomende landen in het algemeen.

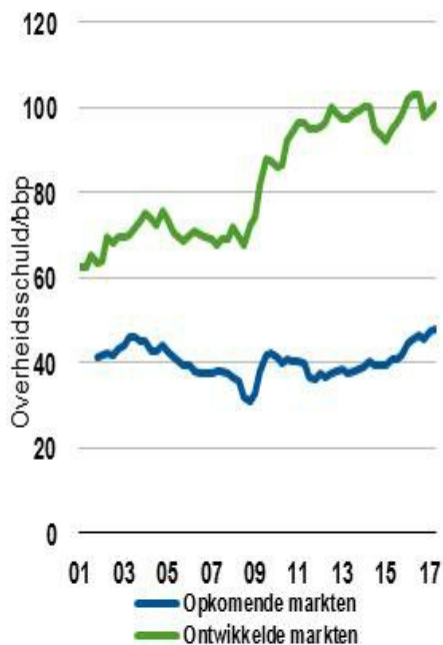
- **Zo is het bruto binnenlands product van de opkomende landen sneller gegroeid dan dat van heel wat ontwikkelde landen. Die trend is al vele jaren aan de gang, en we verwachten niet dat hij zal keren.**
- De **cashflowgeneratie** is aanzienlijk versneld. In combinatie met een verbeterde discipline inzake kapitaalallocatie heeft dit gezorgd voor hogere rendementen voor de aandeelhouders, en ervoor gezorgd dat de schulden op de bedrijfsbalansen zijn afgebouwd.
- Ook de **winstgroei** is op peil gebleven, en zonder belastingverlagingen geeft dit tijdelijk een boost aan de cijfers ten opzichte van de Verenigde Staten. We hebben gezien dat factoren die eerder op het binnenland gericht zijn, zoals technologie en consumptiegedrag in de opkomende landen, op lange termijn belangrijker zijn geworden. Ondanks dit goede nieuws zijn de aandelenkoersen nog goedkoper geworden.
- We hebben ook vastgesteld dat de **tekorten op de lopende rekening** van heel wat opkomende landen verbeterd zijn. Door de band genomen zien we een overschot, een enorme verandering ten opzichte van de 'taper tantrum' van 2013.
- Het leeuwendeel van de **uitstaande schulden van de opkomende landen** is momenteel uitgedrukt in lokale valuta in plaats van in US-dollar, wat een grote verandering inhoudt ten opzichte van de vorige decennia. In combinatie met vlottende wisselkoerssystemen vermindert dit de negatieve impact van stijgende Amerikaanse rentevoeten.

Dus hoewel de markten momenteel rekening houden met angst en onzekerheid, denken we dat heel wat opkomende economieën veel gezonder zijn dan tijdens voorgaande correctiefasen.

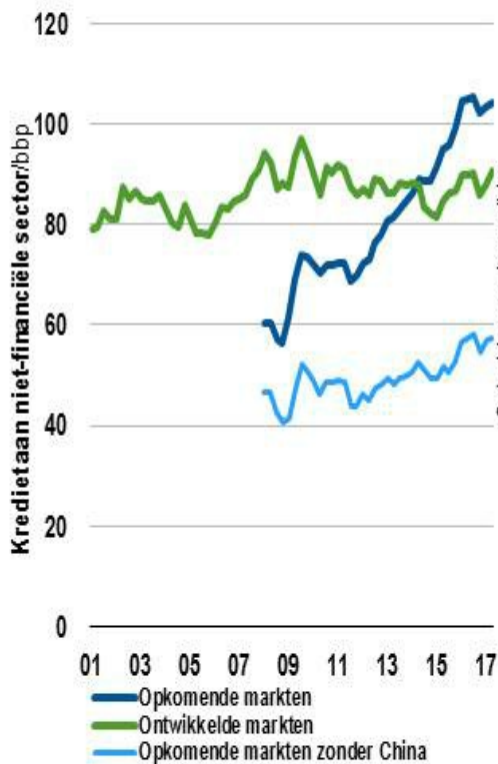
## Hogere rentevoeten kunnen een disproportionele impact hebben op ontwikkelde landen

Opkomende t.o.v. ontwikkelde markten: Schuld

### Overheidsschuld 2001-2017



### Bedrijfsobligaties 2001-2017



### Schulden gezinnen 2001-2017

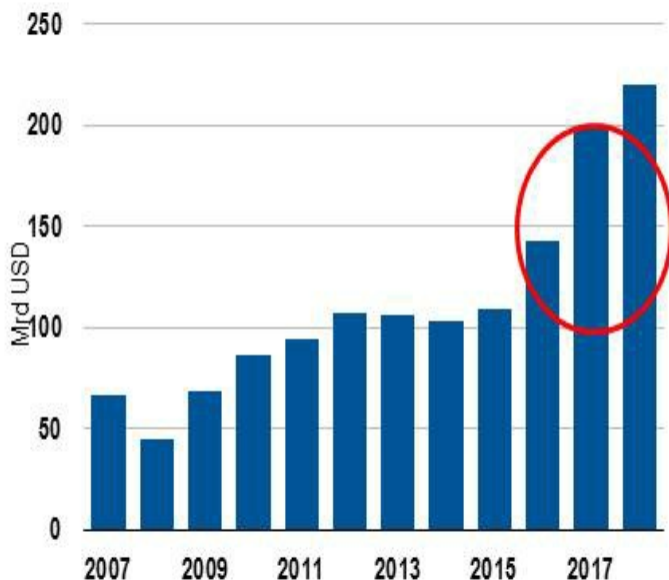


Alleen bedoeld ter illustratie. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.

Bron: Bank voor Internationale Betalingen; december 2017, Krediet aan niet-financiële sector\* van alle sectoren tegen marktwaarde - Percentage van het bbp; \*niet-financiële bedrijven (zowel private als overheidsbedrijven).

## Groei van de vrije cashflow, groei van de winst per aandeel (WPA)

**Vrije cashflow Azië zonder Japan**  
2007–2018E



**Winstverwachtingen OM in de lift**  
Januari 2012–juni 2018



Alleen bedoeld ter illustratie. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. Er kan niet worden gegarandeerd dat schattingen of prognoses werkelijkheid zullen worden. Prospectieve WPA-groei op twaalf maanden Per juni 2018

Bronnen: FactSet, Merrill Lynch, MSCI, IBES schattingen. De MSCI Emerging Markets (EM) index is samengesteld uit largecaps en midcaps uit 24 opkomende landen. De MSCI World Index is samengesteld uit largecaps en midcaps uit 23 ontwikkelde markten. Indexen worden niet beheerd en er kan niet rechtstreeks in worden belegd. Ze zijn exclusief vergoedingen, kosten of verkoopkosten. MSCI geeft geen garanties en kan niet aansprakelijk worden gesteld voor enige gegevens van MSCI die in dit document zijn gereproduceerd. Verdere herverdeling of gebruik ervan is niet toegelaten. Dit verslag werd niet voorbereid of ondersteund door MSCI. Ga naar [www.franklintempletondatasources.com](http://www.franklintempletondatasources.com) voor meer informatie over de gegevensverstrekker.

## Asymmetrische marktreactie op handelsdisputen

Of je het nu een handelsoorlog noemt of niet, we hebben gezien dat de markt erg asymmetrisch heeft gereageerd op de Amerikaanse heffingen en vergeldingsheffingen waarvan China en andere landen dit jaar het doelwit waren. Over het algemeen is in het tijdperk na WO II de marktconsensus dat vrije handel in het voordeel speelt van alle partijen (op macroniveau); beide partijen halen er voordeel uit. Omgekeerd zou dat betekenen dat een handelsoorlog nefast zou zijn voor beide partijen.

De manier waarop de markt heeft gereageerd, wijst er echter op dat een handelsoorlog tussen de Verenigde Staten en China nefast zou zijn voor China, maar zo goed als geen impact zou hebben op de Verenigde Staten. Dat is tenminste de conclusie die we zouden kunnen trekken wanneer we kijken naar de uiteenlopende prestaties van de aandelenmarkten en de valutawaarden van beide landen.

Het is belangrijk om te weten dat hoewel de delocalisatie van de productie en aanvoerketens door technologie-reuzen het handelstekort in de hand werkt, die goedkopere delocalisatie van de productie in grote mate hun hoge marges mogelijk maakt, waardoor de Amerikaanse bedrijfswinsten in het algemeen een boost krijgen. Er zijn voordelen aan verbonden, maar ook kosten.

Wanneer we een blik werpen op de waarderingen van Chinese bedrijven en de onderliggende sterkte van de Chinese economie onderzoeken, beschouwen we de recente terugval als een kans om op koopjesjacht te gaan. Hoewel we erkennen dat er problemen zijn, blijft de regering hervormingen doorvoeren. De leiders hebben immers maatregelen aangekondigd om de groei aan te zwengelen, inclusief belastingverlagingen en investeringen in infrastructuur. We denken dat de markten rekening houden met de negatieve gevolgen op het vlak van de handelsspanningen, niet alleen voor China, maar ook voor de opkomende landen in het algemeen.

We denken dat de tweede jaarhelft van 2018 beter zal zijn, omwille van een aantal redenen. We denken dat na de risicoaverse zomerperiode het sentiment bij beleggers kan verbeteren. Andere seizoensgebonden factoren omvatten mogelijk stijgende consumptieve bestedingen voor evenementen naar het einde van het jaar toe, zoals de Singles Day in China en Black Friday in de VS, en wereldwijd gevierde feesten zoals Thanksgiving, Diwali en Kerstmis. Bovendien bereiken de Chinese autoverkopen doorgaans een piek eind december, naarmate de fabrieken dicht gaan om de vervuiling in de winterperiode een halt toe te roepen.

Hoewel deze discussie volledig is gericht op macrofactoren, hebben wij als beleggers eerder een bottom-up dan een top-down benadering. We gaan immers op zoek naar kwaliteitsbedrijven die volgens ons kunnen bloeien in elk economisch klimaat, of dat nu in China is of elders.

*De verklaringen, meningen en analyses in dit document zijn alleen bedoeld ter informatie en mogen niet worden beschouwd als individueel beleggingsadvies of als een aanbeveling om in enig effect te beleggen of om enige beleggingsstrategie te volgen. Aangezien de markt en de economie snel kunnen evolueren, gelden verklaringen, meningen en analyses op de datum van de publicatie en kunnen ze zonder kennisgeving worden gewijzigd. Dit document is niet bedoeld als een volledige analyse van elk belangrijk feit over een land, regio, markt, sector, belegging of strategie.*

## **Wat zijn de risico's?**

**Alle beleggingen gaan met risico's gepaard, waaronder een mogelijk verlies van het ingelegde kapitaal.** Beleggingen in buitenlandse effecten houden speciale risico's in, zoals wisselkoersschommelingen, een onstabiel economisch klimaat en politieke ontwikkelingen. Beleggingen in landen met een opkomende markt, waar frontiermarkten een onderdeel van zijn, gaan gepaard met grotere risico's die verband houden met dezelfde factoren, boven op de risico's die verbonden zijn aan hun relatief geringe omvang, de lagere liquiditeit en het gebrek aan een gevestigd wettelijk, politiek, zakelijk en sociaal kader om effectenmarkten te ondersteunen. Omdat deze kaders doorgaans nog minder ontwikkeld zijn op de frontiermarkten, en gelet op diverse factoren zoals het hogere risico van extreme koersvolatiliteit, illiquiditeit, handelsbarrières en deviezencontroles, gelden de risico's van de opkomende markten nog sterker voor frontiermarkten. Aandelenkoersen vertonen soms snelle en scherpe schommelingen als gevolg van factoren die een invloed hebben op individuele bedrijven, specifieke sectoren of bedrijfstakken, of op de algemene marktomstandigheden.

[\[1\]](#) De MSCI Emerging Markets Index is samengesteld uit largecaps en midcaps uit 24 opkomende landen. Indexen worden niet beheerd en er kan niet rechtstreeks in worden belegd. **In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.** MSCI geeft geen garanties en kan niet aansprakelijk worden gesteld voor enige gegevens van MSCI die in dit document zijn gereproduceerd. Verdere herverdeling of gebruik ervan is niet toegelaten. Dit verslag werd niet voorbereid of ondersteund door MSCI. Belangrijke informatie en voorwaarden over gegevensverstrekkingen beschikbaar op [www.franklintempletondatasources.com](http://www.franklintempletondatasources.com).