



De aanhouder wint!

April 2020



Auteur(s)
Didier Saint-Georges

Gepubliceerd
2 April 2020

Lengte
7 minuten leestijd

Een maand geleden (Carmignac's Note van 2 maart, [De prijs van de angst](#)) leverde onze analyse van de situatie op de markten samengevat vier bevindingen op:

Deze crisis is wel degelijk een 'zwarte zwaan', in die zin dat het een onvoorspelbare gebeurtenis met extreme gevolgen is, zo betoogt essayist Nassim Taleb. De westerse landen komen nu op hun beurt in de fase terecht waarin het virus zich exponentieel verspreidt, en ze dreigen de snelheid daarvan te onderschatten. Overheden zullen zich genoodzaakt zien buitengewone beschermingsmaatregelen te nemen, met desastreuze gevolgen voor de economische bedrijvigheid. De markten zijn kwetsbaar doordat de volatiliteit en de kapitaalkosten tien jaar lang kunstmatig laag zijn gehouden door de centrale banken.

Achteraf gezien zouden we uiteraard nog verder hebben kunnen gaan in onze analyse, maar deze diagnose heeft er ontegenzeggelijk toe bijgedragen dat we de maand maart zeer terughoudend hebben benaderd.

Wij waren tevens van mening dat "deze schok niet alleen monetaire maar ook fiscale maatregelen" vereist, en dat "de Verenigde Staten waarschijnlijk als eerste met maatregelen zouden komen". Op dit punt zijn onze gebeden verhoord: de Fed heeft een programma voor onbeperkte monetaire versoepeling snel nieuw leven ingeblazen, de ECB deed vervolgens letterlijk hetzelfde, zij het na enige aarzeling, en het Amerikaanse congres heeft een stimuleringsplan van ongekeerde omvang goedgekeurd.

Op korte termijn hebben we dankzij deze ontwikkelingen een deel van de oorspronkelijk ingenomen afdekingsposities onder aantrekkelijke voorwaarden kunnen opheffen. Deze buitengewone beslissingen waren echter onontbeerlijk gezien de spanningen op de aandelenmarkten maar ook, en misschien nog wel meer, op de obligatiemarkten. We kunnen momenteel niet met zekerheid zeggen dat de vulkaan gedoofd is, waardoor waakzaamheid nog steeds geboden is.

In dit maandbericht onderwerpen we deze uitzonderlijke periode aan een nadere strategische analyse, zowel uit bezondking op de economische en financiële aspecten, om te proberen de duur en de gevolgen ervan te voorspellen.



De eerste fase van de crisis loopt ten einde

Zoals we vorige maand al zeiden, hebben medici, politici en beleggers bovenal veel te laat ingezien wat er gaande was. Dit is te wijten aan een aantal bekende psychologische denkfouten.

Allereerst een inschattingsfout: proberen een volstrekt nieuw fenomeen te koppelen aan een eerdere gebeurtenis, zoals de seizoensgriep of SARS (met andere woorden: de werkelijkheid van een zwarte zwaan drong niet echt door), of niet beseffen wat exponentiële groei inhoudt (dat een stijging met 27% per dag gelijk staat aan een verdubbeling elke drie dagen, of dat een beginnende bosbrand gedurende de eerste minuten kan worden geblust met een glas water, terwijl enkele uren later de inzet van blusvliegtuigen mogelijk niet eens meer volstaat). In 2008 al had de vertraagde reactie als gevolg van deze inschattingsfout desastreuze gevolgen voor de economie en de markten, en dat is nu wéér het geval.

Verder was sprake van een collectieve inschattingsfout (in-group bias): door de onderliggende verbondenheid van de wereld te onderschatten, werd de situatie in China in eerste instantie gezien als 'ver van ons bed' en vrij onbeduidend voor Europa; vervolgens dacht men dat de Italiaanse situatie slechts het schiereiland betrof, en vatten de Verenigde Staten op hun beurt de situatie in Europa lichtzinnig op.

Tot slot heeft een zeer groot aantal volgzaam beleggers zich in slaap laten wiegen door geruststellende tendensen, ook al waren deze kunstmatig. De markten beschouwden tien jaar renteverlagingen en een lage volatiliteit dan ook als een nieuwe normaliteit die het nemen van buitensporige risico's en grote hefboomeffecten rechtvaardigde. Daarbij ging men uiteraard gemakshalve voorbij aan de befaamde analyses van de econoom Hyman Minsky, waaruit blijkt dat te veel stabiliteit juist leidt tot instabiliteit. Deze pijnlijke bewustwordingsfase lijkt nu op zijn einde te lopen.

De snelheid van de correctie op de aandelenmarkten sinds het begin van het jaar, gemiddeld tussen 20% en 30%, duidt er ontegenzeggelijk op dat de ernst van de situatie inmiddels tot iedereen is doorgedrongen. Het is vooralsnog echter heel moeilijk om de economische schok op korte en langere termijn betrouwbaar te kwantificeren, temeer daar geen enkel klassiek model de feitelijke impact van een min of meer strikte lockdown van 40% van de wereldbevolking in bijna 80 landen, waaronder 70% van de Amerikaanse bevolking – voor onbepaalde tijd bovendien – echt goed weet in te schatten. Bijgevolg ligt het voor de hand dat de markten voorlopig uiterst volatiel blijven; pas in een later stadium kunnen we enigszins vooruitlopen op welke vorm de volgende fase zal aannemen.

Hoe zal het post-coronatijdperk eruitzien?

Je moet je nooit blindstaren op de overkant van de rivier zolang je de oversteek nog niet hebt voltooid. Het lijkt ons nochtans zinvol dat beleggers zich langzaam een voorstelling gaan maken van deze overkant.

Ten eerste kunnen we niet genoeg benadrukken dat deze crisis zich voordoet in een financiële context die van zeer grote betekenis is: de centrale banken hadden nagenoeg al hun kruit verschoten en desondanks wisten de economieën, met name in Europa, niet aan te haken bij de nominale groei (reële groei plus inflatie) van vóór 2008.

Sinds enkele dagen proberen dezelfde centrale banken uit alle macht de overheids- en bedrijfsobligatiemarkten weer normaal te laten functioneren. Ze zijn daarbij al een aardig eind gevorderd, maar de klus is nog niet geklaard. Hoe het ook zij, waar het om gaat is dat de centrale banken, voor zover ze al in staat zijn om de integriteit van het financiële systeem te waarborgen, zich niet langer kunnen voordoen als de bron van economisch herstel.

Een scenario met grote en langdurige begrotingsonevenwichtigheden tekent zich af en dit zou wantrouwen ten aanzien van papiergeld kunnen veroorzaken

We staan dan ook aan het begin van een nieuw tijdperk waarin overheden de stimuleringsmaatregelen ditmaal grotendeels zelf voor hun rekening zullen moeten nemen (terwijl ze reeds vervangende inkomens uitkeren nu de economische bedrijvigheid stilligt). Gezien de onzekere financiële positie van de meeste overheden, die sinds 2008 niet is verbeterd, zal al snel de vraag rijzen hoe deze ongekende begrotingsmaatregelen moeten worden gefinancierd. Een forse verhoging van de belastingdruk voor de particuliere sector zou uiteraard averechts werken, terwijl er geen sociaal en politiek draagvlak bestaat voor bezuinigingen binnen de publieke sector. Bijgevolg lijkt zich een centraal scenario met grote en langdurige begrotingsonevenwichtigheden af te tekenen, waarbij centrale banken zich onherroepelijk genoodzaakt zien overheidsobligaties op te kopen, als lenders of first resort ditmaal, om de financieringskosten binnen de perken te houden.

Dit nieuwe klimaat met grotere begrotingstekorten die rechtstreeks gefinancierd worden door de centrale banken tegen zeer lage rente zou bijzonder problematisch zijn indien de inflatieverwachtingen weer de kop opsteken. Vooralsnog lijkt de structurele en conjuncturele deflatiedruk groot genoeg om ons hiervoor te behoeden, maar het risico kan niet worden genegeerd. Dit nieuwe klimaat kan tevens uitmonden in toenemend wantrouwen ten aanzien van papiergeld, dat nu openlijk wordt gedrukt om de overheidstekorten te financieren. Dit eent mogelijk de weg naar een fase van monetaire instabiliteit, die reële activa – en in een dergelijk scenario denken we vanzelfsprekend aan goud – in de kaart zou spelen.



Het zwaar beschadigde vertrouwen van alle marktdeelnemers lijkt ons weinig bevorderlijk voor een V-vormig herstel



Het post-coronatijdperk zou naar ons idee ook kunnen worden gekenmerkt door een sterke gedragsinertie, doordat het vertrouwen van alle marktdeelnemers een geweldige deuk heeft opgelopen. Zoals we vorige maand al aangaven "zijn mensen van nature geneigd om na iedere storm bescherming te zoeken". Het lijkt ons waarschijnlijk dat fysieke personen in de toekomst hun spaarquote willen opkrikken (53% van de Amerikanen heeft geen appeltje voor de dorst), overheden zullen de productie van als 'strategisch' beschouwde goederen willen verplaatsen, bedrijven zullen just-in-time-toeleveringsketens deels afbouwen, en beleggers zullen het nut van veiligheidsmarges bij het nemen van risico's weer gaan inzien.

Dit vooruitzicht lijkt ons weinig bevorderlijk voor hogere winstmarges van bedrijven, en evenmin voor een V-vormig herstel van de wereldeconomie zodra de gezondheidscrisis achter de rug is (wat de eerste economische cijfers uit China lijken te bevestigen).

Voor beleggers zal het mogelijk het einde van passief beheer als wondermiddel inluiden en hen weer laten ontdekken hoe verdienstelijk actief beheer is, als via dit actief beheer de marktrisico's beperkt kunnen worden en bedrijven geselecteerd kunnen worden die zich op lange termijn weten te onderscheiden.

Wat te doen?

De instabiliteit van de markten, die naar onze mening op korte termijn zal aanhouden, beweegt ons ertoe afdekkingsstrategieën uit te breiden tot alle activaklassen, zij het met een actief tactisch beheer. De onderliggende aandelenportefeuilles zijn daarentegen zeer stabiel en grotendeels geclusterd rond de thema's digitale transformatie, dat zelf weer aangrijpt in diverse sectoren waaronder distributie (inclusief levensmiddelen), gezondheidszorg en entertainment, met name cloud gaming.

Binnen deze thema's gaat onze voorkeur uit naar de binnenlandse economie van China, waarvan de lopende rekening overigens profiteert van de dalende energiekosten en de ineenstorting van het Chinese toerisme in het buitenland. Doordat de centrale banken in de afgelopen dagen het systeemrisico hebben beperkt, konden we tegen zeer aantrekkelijke voorwaarden een aantal specifieke bedrijfsobligaties aankopen.



Ondanks buitengewoon moeilijke omstandigheden zal de voorbeeldige toewijding van artsen en verpleegkundigen en onze gezamenlijke discipline de epidemie uiteindelijk de das omdoen; wij als vermogensbeheerders moeten gefocust blijven op risicobeheer en vasthouden aan onze langetermijnovertuigingen om de belangen van onze cliënten zo goed mogelijk te behartigen.

Bron: Carmignac, Bloomberg, 31/03/2020

Beleggingsstrategie

Aandelen

Deze gezondheids crisis heeft aangetoond hoe kwetsbaar de omgeving is waarin de markten zich al jarenlang bewegen. Door het uitzonderlijke monetair beleid is de volatiliteit namelijk jarenlang kunstmatig laag gehouden en gaven beleggers de voorkeur aan risicovolle activa. Toen deze abrupte deflationaire schok zich aandeede, onder invloed van de fors dalende vraag en nog verergerd door de olieschok, zijn de aandelenmarkten over de hele linie ingestort. Om deze plots toenemende financiële en economische risico's het hoofd te bieden, hebben de centrale banken en overheden uiteindelijk drastische maatregelen aangekondigd, waarna de markten tot rust kwamen; daardoor konden we onze tactische aandelenblootstelling deels weer herstellen.

Aangezien de steun echter vooral zal worden aangewend om vervangende inkomens uit te keren en niet om stimuleringsmaatregelen te nemen, richten wij de aandelenportefeuille op bedrijven waarvan de groeiprofielen nauwelijks gevoelig zijn voor de macro-economische context. Tegelijkertijd mijden we bedrijven met een hoge schuld ratio gezien de liquiditeitsproblemen waar sommige mogelijk mee te maken krijgen nu de economische activiteit tot stilstand is gekomen.

We handhaven daarnaast een blootstelling aan aandelen uit China, nu het land de lockdown geleidelijk opheft en de betalingsbalans verbetert. Onze blootstelling beperkt zich echter tot binnenlandse bedrijven die deel uitmaken van de 'nieuwe economie'.

Deze portefeuille van internationale bedrijven wordt aangevuld met een zeer actief beheer van de aandelenblootstelling in een klimaat dat langdurig onstabiel dreigt te blijven.

Obligaties

Op de obligatiemarkten hadden alle onderliggende activaklassen het de afgelopen maand zwaar te verduren. Door de afnemende liquiditeit op de bedrijfsobligatiemarkten, gevolgd door de vrees voor een solvabiliteitscrisis, verruimden de creditspreads fors, zelfs voor schuldinstrumenten van de beste kwaliteit. Overheidsobligaties van landen die beschouwd worden als veilige havens zaten eveneens in de hoek waar de klappen vielen, met name de markt voor Amerikaanse overheidsobligaties, de meest liquide van allemaal, die onder zeer grote druk stond. Dankzij de drastische en voortvarende maatregelen van de centrale banken, met name de Fed, kon de druk enigszins worden verlicht.

Wat onze blootstelling aan overheidsobligaties betreft, blijven we uiterst voorzichtig, zowel ten aanzien van kernlanden als niet-kernlanden. De door de ECB aangekondigde maatregelen hebben weliswaar een positieve invloed op overheidsobligaties van perifere eurolanden, maar wij denken niet dat deze obligaties momenteel een gunstige risico-rendementsverhouding hebben, temeer daar de schuldenlast verder zal oplopen en de groei uiterst gering zal zijn. Nu de ECB de geldkraan weer opendraait, hebben we onze blootstelling dan ook verder teruggebracht.

De vervangende inkomens die diverse overheden uitkeren om een depressie af te wenden, beperken het solvabiliteitsrisico voor de beste emittenten van bedrijfsobligaties, zodat we ons binnen deze activaklasse selectief kunnen herpositioneren.

Tot slot handhaven we een beperkt risico in opkomende overheidsobligaties. Veel centrale banken van opkomende landen staan namelijk nog steeds zwaar onder druk wat hun liquiditeiten in dollar betreft, en deze kwetsbaarheid is zorgwekkend.

Valuta's

De dollar bleek deze maand zeer gewild, als betaalmiddel en als reservevaluta. De hoog opgelopen spanningen op de Amerikaanse obligatiemarkt brachten de Fed ertoe om een ongekend grote hoeveelheid liquiditeiten ter beschikking te stellen. Nu de spanningen rond de liquiditeit in dollar deels lijken te zijn weggenomen door de 'ongelimiteerde' maatregelen van de Fed, zal de stijging van de Amerikaanse munt naar verwachting binnen de perken blijven.

We handhaven dan ook een overwogen positie in de euro, de referentievaluta van onze strategieën, om het wisselkoersrisico in dit nog steeds onzekere klimaat te beperken.

Dit document is reclamemateriaal. Dit artikel mag geheel noch gedeeltelijk worden gereproduceerd zonder voorafgaande toestemming van de beheermaatschappij. Het vormt geen inschrijvingsaanbod, noch een beleggingsadvies. De informatie in dit artikel kan onvolledig zijn en zonder voorafgaande kennisgeving worden gewijzigd. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor toekomstig rendement. Verwijzingen naar bepaalde effecten of financiële instrumenten zijn voorbeelden van beleggingen die in de portefeuilles van de fondsen van Carmignac aanwezig zijn of waren. Deze verwijzingen hebben niet tot doel om directe beleggingen in die instrumenten aan te moedigen en zijn geen beleggingsadvies. De Beheermaatschappij is niet onderworpen aan het verbod op het uitvoeren van transacties met deze instrumenten voorafgaand aan de verspreidingsdatum van de informatie. De portefeuilles van de fondsen van Carmignac kunnen op ieder moment worden gewijzigd.