



Een dubbelzinnige terugkeer naar de normaliteit



Auteur(s)
Didier Saint-Georges

Gepubliceerd

1 December 2020

Lengte

6 minuten leestijd

Terugkijkend op 2020 zullen beleggers zich waarschijnlijk twee belangrijke marktontwikkelingen herinneren. Ten eerste het bijzonder grillige koersverloop: na een korte paniekfase, veroorzaakt door de radicale economische zelfkastijding die de overheden zich oplegden om af te rekenen met een pandemie die ze niet meer onder controle hadden, werden de markten geleidelijk gerustgesteld toen ze begrepen dat die geplande economische duikvlucht naar een recessie gegarandeerd gepaard zou gaan met monetaire en budgettaire steunmaatregelen van vergelijkbare orde van grootte, dat wil zeggen buitenproportioneel. En ten tweede zullen beleggers zich de extreme prestatieverschillen tussen winnende en verliezende sectoren herinneren. Om dit ongebruikelijke jaar goed door te komen was het zaak om het marktrisico actief te beheren en zeer gedisciplineerd te werk te gaan bij het selecteren van effecten.



De politieke situatie in de Verenigde Staten is inmiddels een stuk duidelijker geworden en binnenkort zullen er doeltreffende coronavaccins beschikbaar zijn. Die factoren pleiten voor een terugkeer naar de normaliteit in 2021. Hierdoor zijn de marktvooruitzichten zeer positief geworden en zijn de sectoren die de afgelopen acht maanden de zwaarste klappen hebben geïncasseerd, sinds een paar weken weer in de gratie. Dat is een begrijpelijke reactie. Toch zou deze terugkeer naar de normaliteit paradoxaal genoeg wel eens complexer kunnen blijken dan het lijkt. Hoewel die complexiteit de prestaties niet per se in de weg zal staan, is het een oproep om te midden van de algemene jubelstemming het hoofd koel te houden.

Het overheidsbeleid staat op een tweekoppig punt

De uitzonderlijke begrotingsstimuli waartoe de overheden in 2020 besloten en hun monetaire tegenhanger, waarmee de centrale banken over de brug kwamen, waren uitstekend gecoördineerd. Nood breekt wet, dus het scrupuleus vasthouden aan een minimum van begrotingsdiscipline behoorde tijdelijk tot het verleden. De terugkeer naar een zekere normaliteit in algemene zin roept dan ook automatisch de vraag op welke richting het overheidsbeleid zal inslaan.

Op begrotingsvlak kunnen we in de Europese Unie nu al zien dat enkele weerspannige lidstaten – op dit moment Hongarije en Polen – zich door de manier waarop de instellingen functioneren zouden kunnen verzetten tegen een snelle uitvoering van het Europese herstelplan. In de Verenigde Staten is het op dit moment erg onduidelijk in hoeverre de Senaat bereid is om samen te werken met de toekomstige regering van Biden. Technisch gezien is het nog steeds mogelijk dat de Democraten de meerderheid krijgen in de Senaat, afhankelijk van de tweede verkiezingsronde in de staat Georgia van 5 januari 2021. Maar het tegenovergestelde scenario, waarin de Republikeinen de meerderheid krijgen en vervolgens de voornaamste plannen op het gebied van overheidsuitgaven systematisch gaan torpederen, is minstens even waarschijnlijk. In 2010 en 2011 was Barack Obama hetzelfde lot beschoren.

Hoewel we getuige zijn van een spectaculaire economische opleving, zal het nog lang duren voordat de economie de gigantische terugval van 2020 te boven is gekomen

Afgezien van dit merkwaardige gebrek aan duidelijkheid, lijkt het risico reëel dat de klassieke voorstanders van begrotingsdiscipline hun argumenten weer uit de kast gaan halen naarmate de uitzonderlijke omstandigheden achter de horizon verdwijnen. Hoewel er goede redenen zijn om aan te nemen dat de vaccins tegen corona een bijzonder positieve impact zullen hebben op het vertrouwen, de mobiliteit en de bestedingen van consumenten, zullen de teruglopende stimuleringsmaatregelen van overheden zeker een tegenovergestelde effect hebben. Aangezien de schuldenlast en het gebrek aan werkgelegenheid wereldwijd alleen maar zijn toegenomen, hebben we de indruk dat de markten door hun enthousiasme over de terugkeer naar het normale leven op dit moment nauwelijks oog hebben voor factoren die de groei afremmen, terwijl die nog steeds duidelijk aanwezig zijn. Alleen al door het basiseffect zal het nog lang duren voordat het economisch herstel, hoe spectaculair ook, de gigantische terugval heeft uitgevlakt die de toch al door een zwakke structurele groei geplaagde wereldeconomie in 2020 heeft gemaakt. Hoewel het heel goed mogelijk is dat de algemene 'monetaire incontinentie' op een dag zal uitmonden in een plotselinge stijging van de inflatie, zijn we van mening dat de verwachte opleving vooralsnog niet moet worden beschouwd als een verschuiving in de trend. De verwoesting zal niet onmiddellijk resulteren in een nieuw begin – als dat er al ooit komt.

Daarom handhaven we in onze aandelenportefeuilles onze voorkeur voor groeiaandelen van goede kwaliteit, ook al zijn we uiteraard bereid aandelen die gevoelig zijn voor de heropening van de economie na maandenlang geduldig te hebben gewacht eindelijk weer een positieve bijdrage kunnen leveren aan het rendement.

De opkomende landen liggen op de loer

Een van de littekens die de economische schok van 2020 heeft veroorzaakt, is interessant ten opzichte van de schuldenlast van overheden om de enorme tekorten te financieren – zelfs in een scenario van status quo op begrotingsgebied – waarbij een krachtige ondersteuning van de centrale banken nog steeds onmisbaar is. De onvoorwaardelijke steun van de centrale banken zou moeten kunnen voorkomen dat de obligatiemarkten te veel onder druk komen te staan. Het huidige devies is echter niet geschikt voor de overheidsfinanciën van de meeste landen.

Bij de obligaties blijven we ons toelagen op bedrijfsobligaties, mits ze een voldoende hoge en betrouwbare rendement bieden. Maar door de onbeperkte maatregelen van de centrale banken zal vroeg of laat de vraag rijzen wat uiteindelijk de intrinsieke waarde zal zijn van dat geld, dat alleen maar gecreëerd wordt om tekorten te financieren. In dat opzicht denken we dat vooral de dollar op dit moment kwetsbaar is. Een daling van de Amerikaanse munt zou op zijn minst een positieve invloed hebben op de financiële voorwaarden van landen die voor hun financiering en handel aangewezen zijn op de dollar. Dat zijn vooral de opkomende economieën. Daar komt nog bij dat die landen, en dat geldt in ieder geval voor de regio die binnen de invloedssfeer van China valt, de gezondheidscrisis in een doelprefereerde wijze hebben aangepakt, waardoor de economische bedrijvigheid daar sneller kon worden hervat. Bovendien bevinden ze zich op het gebied van technologie, waaronder het segment alternatieve energie (met name elektrische voertuigen), vaak in een benijdenswaardige positie.



De opkomende landen hebben een dubbel voordeel. De economische bedrijvigheid kon daar sneller worden hervat en in de groeisectoren bevinden ze zich in een benijdenswaardige positie

We verwachten ook dat de goudprijs in de loop van 2021 weer een stijgende lijn zal vertonen, omdat zowel de dollar als andere valuta's die voor dezelfde uitdagingen staan mogelijk in waarde zullen dalen.

Conclusie: het is logisch dat de waarderingen van sectoren die tijdens de crisis buitensporig werden afgestraft snel weer een normaal niveau zullen bereiken wanneer we de "afwijkende situatie" van 2020 achter ons laten. Maar als we verder kijken dan die inhaalslag, mogen we niet vergeten dat het rendement van de beurs nog steeds staat of valt met de winstgroei van bedrijven op lange termijn. En zoals we al aangaven in onze Note van oktober dit jaar ("**Wat verandert er na 2020?**") zal die groei vanwege de zeer lage rente, een wereldwijd nog altijd beperkte economische bedrijvigheid en toenemende macro-economische onevenwichtigheden, structureel zwak en kwetsbaar blijven. Om die kwetsbaarheid het hoofd te bieden blijven onze wereldwijde portefeuilles dus gericht op vier hoofdthema's: aandelen van bedrijven met duidelijke groeivoorzichten, China en zijn invloedssfeer, de winnaars van de energietransitie en goudmijnen.

Bron: Carmignac, Bloomberg, 30/11/2020

Beleggingsstrategie

Aandelen

Het positieve nieuws over coronavaccins en de verkiezingsresultaten in de VS hebben geleid tot een historische stijging van de aandelenmarkten. Die ontwikkeling werd aangevoerd door de sectoren die sinds het begin van het jaar het sterkst waren gedaald (banken, de auto-industrie en energie). Door de onzekere situatie in 2020 lagen de waarderingen in die sectoren op een extreem laag niveau, met als gevolg dat daar een inhaalslag plaatsvindt. Afgezien van het zeer snelle koersherstel van de zogenaamde waarde aandelen, waarbij soms aanzienlijke strategische handicaps werden genegeerd, profiteerden onze wereldwijde fondsen vooral van deze marktbeveging via onze posities rond het thema 'heropening van de economie', die we sinds het dieptepunt van maart/april hadden opgebouwd. Bij de implementatie van dat thema zijn we uiterst selectief te werk gegaan. We hebben ons vooral gericht op bedrijven uit de toeristische sector die een lage kapitaalintensiteit hebben, marktleider zijn in hun segment en profiteren van hoge instapdrempels.

Vooruitlopend op een situatie waarin de corona-epidemie onder controle zal zijn, hebben we onze blootstelling aan technologiebedrijven in de medische sector die leden onder de afname van de zogenaamde niet-essentiële operaties, verhoogd.

De kern van onze portefeuille blijft gericht op bedrijven die onafhankelijk zijn van de economische cyclus en waarvan de groei gebaseerd is op langetermijntrends. Omdat de meeste van deze bedrijven goed hebben gepresteerd op de beurs hebben we winst genomen, zoals op onze elektronische betalingsbedrijven. We hebben dat geld gebruikt om posities te openen in bedrijven die naar onze mening nog steeds buitensporig worden afgestraft door de consensus, zoals enkele Europese en Koreaanse leiders in de autosector die bezig zijn met de transitie naar elektrische auto's, waardoor ze de komende jaren over een duurzame rendementsbron kunnen beschikken. Dit thema van elektrische voertuigen is ook aanwezig in onze portefeuille via Chinese pure players en Koreaanse batterijfabrikanten.

In de aanloop naar 2021 handhaven we dus een portefeuille die gericht is op bedrijven met duidelijke groeivoorzichten in de sectoren technologie, consumptie en gezondheidszorg. We brengen onze positionering in evenwicht met bedrijven met solide kerncijfers waarvan de activiteiten tijdelijk zijn afgenomen vanwege de crisis.

Obligaties

Doordat er vorderingen zijn geboekt op het vlak van coronavaccins en er na de verkiezingen meer duidelijkheid is over de situatie in de Verenigde Staten, ontstond er een forse rally van risicovolle activa zoals bedrijfsobligaties, staatsobligaties van niet-kernlanden van de eurozone en obligaties van opkomende landen. De rente op obligaties van kernlanden is relatief stabiel gebleven en ligt nog steeds muurvast op een zeer laag niveau als gevolg van de doeltreffende maatregelen van de centrale banken, waar de markt op had geanticipeerd. In meerdere segmenten van de markt hebben de waarderingen aan het eind van het jaar bijna het niveau van voor de crisis bereikt. Maar door de terugkeer naar het normale leven zouden de verschillen in kerncijfers tussen de diverse emittenten sterker naar voren kunnen komen. In dit klimaat behouden we een voorkeur voor bedrijfsobligaties, waarbij we ons baseren op drie sterke thema's: de heropening van economieën (luchtvaartmaatschappijen, lucht- en ruimtevaart, toerisme), energie en financiële dienstverlening (voornamelijk via achtergestelde leningen), die het merendeel van onze bedrijfsobligaties vertegenwoordigen.

Staatsobligaties van kernlanden bieden weinig kansen vanwege de extreem lage rente. En dat ondanks het monetair beleid, dat naar verwachting zeer verruimend zal blijven. Om die reden hebben wij nog steeds een geringe blootstelling aan Amerikaanse Treasuries. Wat betreft obligaties van zogenaamde perifere landen hebben we gedeeltelijk winst genomen op Italiaans staatspapier, dat de afgelopen weken sterk is gestegen.

Of er op de opkomende markten kansen ontstaan, hangt voor een deel nog altijd af van de vraag of de dollar gaat dalen. In deze omstandigheden handhaven we een gediversifieerde en selectieve positionering. Roemeense staatsobligaties in euro bieden bijvoorbeeld nog steeds een aantrekkelijke spread voor een land dat kan profiteren van het Europese herstellfonds. Wat betreft de in lokale valuta's uitgegeven obligaties, blijven we hoofdzakelijk blootgesteld aan China. Het land biedt een hoge reële rente en de Chinese centrale bank beschikt over de nodige speelruimte om haar beleid verder te versoepelen. Tot slot vinden we dat de valuta's van opkomende landen ook een aantrekkelijke rendementsbron vormen. Een voorbeeld daarvan is de roebel.

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.