



Reizen door een onbekend land



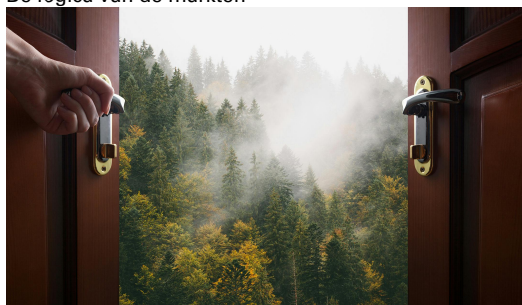
Auteur(s)
Didier Saint-Georges

Gepubliceerd
8 Juli 2020

Lengte
7 minuten leestijd

Beleggers zijn gewend om met onzekerheid om te gaan. Het is een essentieel onderdeel van de markten, die worden voortgedreven door hypothetische toekomstverwachtingen. Niettemin heeft die onzekerheid de afgelopen zes maanden in meerdere opzichten een totaal ander gezicht gekregen. In plaats van ons te laten afschrikken, denken we dat het mogelijk is om die onzekerheid rationeel te analyseren en te peilen. Dat is waar het bij risicobeheer allemaal om draait.

De logica van de markten



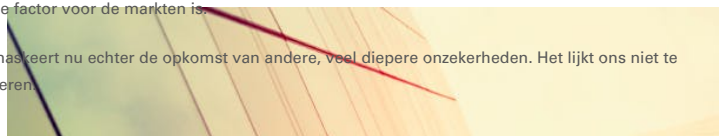
De algemene dynamiek van de financiële markten sinds het begin van het jaar is inmiddels geen onderwerp van controversie meer: de aandelenmarkten hebben eerst gereageerd op de enorme economische schok vanwege de maatregelen ter bestrijding van de Covid-19-pandemie, gevolgd door een ongekennde mobilisatie van overheden en centrale banken.

Het gedrag van de markten op korte termijn vloeit voort uit een logica die al tien jaar dezelfde is

De overheden hebben de onmiddellijke financiële nood van de particuliere sector opgevangen ten koste van een extra toename van de overheidstekorten, terwijl de centrale banken zich hebben ingespannen om zoveel geld te scheppen als nodig was om deze explosie van publieke en privéschulden te financieren. Na deze krachttoer zijn er veel onzekerheden, en de enorme discrepantie tussen de reële economie en de financiële markten maakt veel beleggers terecht wantrouwig. Toch zou het huidige gedrag van de markten ons niet moeten verrassen. Het volgt een logica die al tien jaar dezelfde is en berust op drie hoofdargumenten:

- 1) de lage reële consumentenvraag in een verzwakte economie versterkt de structureel deflationaire druk en neemt daardoor elk risico op inflatie van de consumentenprijzen weg. Dit betekent dat de overvloedige aanvoer van liquiditeiten door de centrale banken maar één vorm van inflatie kan voeden: die van de prijzen van financiële activa.
- 2) gezien de alomtegenwoordige onzekerheid blijven de centrale banken in staat van alertheid en vertrouwt men erop dat ze snel zullen ingrijpen als dat nodig is.
- 3) de sterke scepsis van beleggers voorkomt het ontstaan van een gevaarlijk speculatieve bubbel, zoals we die hebben gezien in tijden van buitensporig vertrouwen. De positionering van beleggers blijft over het algemeen voorzichtig, wat een ondersteunende factor voor de markten is.

Deze conjuncturele onzekerheid die de markten zo goed hebben geleerd te bedwingen, maskeert nu echter de opkomst van andere, veel diepere onzekerheden. Het lijkt ons niet te vroeg om die mee te nemen in onze overwegingen, aangezien we ze niet kunnen wegcijferen.



Onzekerheid op het vlak van gezondheid

De eerste grote onzekerheid heeft natuurlijk te maken met onze gezondheid: het voortduren van de pandemie, met name in de Verenigde Staten en in sommige opkomende landen, en zelfs de kans op een wereldwijde opleving van het virus (we hebben het radicaal veranderd door het aantal nieuwe golven het virus niet is uitgeroeid) creëert een radicaal nieuwe context. Waarschijnlijk is er nooit eerder wereldwijd zoveel onderzoek naar een virus gedaan, en toch weten we niet of en wanneer er een vaccin kan worden ontwikkeld.



Volledige economische sectoren zullen zich moeten aanpassen aan veranderingen die een blijvend karakter hebben gekregen

Als men er snel in zou slagen een vaccin te vinden en het massaal te produceren, zou dit het consumentenvertrouwen zeker een impuls geven. Maar zelfs als het menselijk genie snel een effectief wapen tegen de dreiging van het virus zou ontwikkelen, denken we dat volledige economische sectoren zich zullen moeten aanpassen aan veranderingen die een blijvend karakter hebben gekregen, in de manier waarop mensen reizen, communiceren, elkaar informeren, hun vrije tijd spenderen en consumeren. De aanpassing aan deze diepgaande veranderingen kan aanzienlijke recessiedruk in bepaalde sectoren veroorzaken (we denken dan meteen aan traditionele media, vervoer, massarecreatie) en anderzijds leiden tot een versnelling van de groei in andere sectoren (sterke toename van e-commerce, kentering in de manier waarop mediacontent wordt geproduceerd en geconsumeerd, enz.).

Deze verschijnselen kunnen op hun beurt ontregelende schokgolven veroorzaken in andere sectoren, zoals vastgoed, en dat met name in landen met een laag risico. Deze verschijnselen zijn al weerspiegeld in de thematische en sectorale positionering van onze fondsen en blijven de komende maanden een onderwerp van reflectie.

Economische onzekerheid

De tweede grote onzekerheid heeft betrekking op de gevolgen van de kolossale begrotingstekorten, die de komende jaren doen toenemen in een context van uiterst precaire economische groei. De morele risico's bereiken een ongekend hoogtepunt (als er alleen groeien is, wordt het risico van een 'alles geoorloofd' zoals Ivan Karamazov zou zeggen). Het centrale scenario waarop de markten zich nu baseren, is dat de wereld economisch weer normaal wordt, met een algemene 'Japanisering'. De belangrijkste kenmerken daarvan zijn een zeer zwakke nominale groei vergezeld van een aanhoudende inflatie, een toenemende stagnatie door de zeer hoge spaarquoties en het feit dat de balansen van de centrale banken worden overstelpt met overheidsschulden (en binnenkort ook schulden van REIT's en andere). De veronderstelling dat de rente zeer laag zal blijven – wat een essentiële voorwaarde is voor het voortbestaan van een dergelijke situatie – is aanvaardbaar vanwege de historische outputkloof tussen enerzijds het huidige productieniveau, dat sterk is aangetast door de crisis, en anderzijds de output die de economie onder normale omstandigheden zou hebben als deze op volle capaciteit zou werken. Deze kloof elimineert elk potentieel op vraaggerelateerde inflatie binnen een voorziene termijn.



De economische instorting van begin dit jaar veroorzaakt echter een ander verschijnsel van omgekeerde omkering, en niet op een ongevaarlijk moment: de omstandigheden hebben geleid tot een spectaculaire terugkeer van de verzorgingsstaat, juist op een moment dat men vaak tekens begon te plaatsen bij het liberale mondiale economische systeem uit de jaren 1980. Niet alleen komt het protectionistische spook weer om de hoek kijken, de publieke opinie, met name in de Verenigde Staten, is steeds onzekerder over het feit dat een grote meerderheid van de bevolking al decennialang niet voldoende inkomsten heeft om een noodspaarpot aan te leggen, terwijl de beurs alweer een zeer hoog niveau heeft bereikt. De toenemende ongelijkheid, gevoed door de stijging van de financiële activa terwijl de salarissen achterblijven, is een bron van groeiende maatschappelijke opstandigheid. Dit kan betekenen dat er tijdens de komende Amerikaanse presidentsverkiezingen in november ruimte ontstaat, niet meer voor het liberale populisme, dat toch al teleur heeft gesteld, maar voor een interventionisme dat nadrukkelijk gericht zal zijn op het versterken van de publieke sector en een veel bredere herverdeling van de geproduceerde welvaart.

De oproep van sommigen (Republikeinse minderheid in de Verenigde Staten, noordelijke landen in Europa) om na de enorme ontsporing van de overheidsfinanciën in de meeste grote landen weer een streng financieel beleid te voeren, brengt bezwaren teweeg op grond van de constatering dat bezuinigingsmaatregelen leiden tot economische schade en sociale onrechtvaardigheid. Door de maatschappelijke druk en de voorspelbare toename van de bedrijfsfaillissementen in de komende maanden zullen overheden zich waarschijnlijk genoodzaakt zien om steeds meer maatregelen te nemen, ten koste van begrotingstekorten die onvermijdelijk gefinancierd zullen moeten worden door de centrale banken. Deze druk heeft ook gunstige effecten: het is nu al een drijvende kracht achter een grotere consolidatie van de Europese Unie. Ook Duitsland heeft zich daartoe bekeerd en realiseert zich nu dat geen enkel land in staat is om de uitdaging van behoud van groei in een aanzienlijk verzwakte wereld alleen aan te gaan. Ook kan deze druk tot gevolg hebben dat veel obstakels voor de financiering van grote investeringsprogramma's worden weggenomen, met name op het cruciale domein van milieubescherming. De noodzaak van Europese integratie en de grootschalige opkomst van verantwoorde investeringen zijn dus thema's die door de omstandigheden zijn versterkt en die we hebben geïntegreerd in de opbouw van onze portefeuilles.

Op een termijn die nu moeilijk in te schatten is, zou de omvang van die ontwikkeling echter kunnen worden afgeremd als het vertrouwen van beleggers in de valuta's, die zo royaal worden rondgestrooid, gaat afnemen. In het 'zero-sum-game' dat de competitie tussen valuta's is, zou het verwaand zijn om nu al de winnaar aan te kondigen, zeker omdat de dollar steeds minder kenmerken vertoont van de veilige haven die het altijd is geweest. Wantrouwen jegens de grote reserve valuta's ligt op de loer, en naar ons idee is het zaak dit risico te beheersen. Om die reden handhaven we een laag wisselkoersrisico in onze portefeuilles, en onze posities in goudwaarden sluiten aan op een 'limietscenario' voor papieren valuta's. En als de verslechtering van het economisch systeem gepaard zou gaan met een correlatieve verandering van het inflatiebeleid, zelfs al lijkt dat nu nog ver weg, dan zou de goudprijs het des te beter doen door de instorting van de reële rente.

Niet als elk groot trauma brengt deze gezondheids crisis, die is gemuteerd in een economische crisis, zwakke plekken op een genadeloze manier aan het licht. Ze benadrukt de waarde en noodzaak van een robuust risicobeheer. Ook fungeert ze op vele manieren als een enorme versneller van de ontwikkeling van de geschiedenis. In deze context zien de spelers die het best zijn aangepast aan deze nieuwe dynamiek hun positie nog sterker worden. De komende maanden zal het een uitdaging worden om de verwachte instabiliteit op de financiële markten het hoofd te bieden en ons tegelijkertijd te blijven concentreren op de winnaars van morgen.

Beleggingsstrategie

Aandelen

De technologiesector, en in bredere zin de zogenaamde seculaire groeiaandelen, blijven de aandelenmarkt stuwen. Ze ondersteunen het rendement van onze aandelenfondsen, die een zeer brede blootstelling aan dit type ondernemingen hebben. De Covid-19-crisis heeft duidelijk aangetoond dat deze bedrijven, vooral die betrokken zijn bij de digitalisering, in staat zijn om zich ongeacht de schommelingen in de wereldwijde groei te blijven ontwikkelen, wat een groeipremie rechtvaardigt. Verder biedt de structuur van hun marges ruimte voor flexibiliteit, wat in deze periode onmisbaar is, en zijn ze in staat om snel het volume van hun activiteiten uit te breiden zonder extra kapitaal aan te hoeven trekken of juist naar beneden te herzien zonder al te hoge vaste lasten te hoeven dragen.

Een andere belangrijke gebeurtenis van de afgelopen weken was de aanzienlijke opleving van de Europese aandelenmarkt. Dit is te verklaren uit de adequate en gecoördineerde reactie van de Europese Commissie, de Centrale Bank en de overheden, wat heeft geleid tot meer zichtbaarheid in de eurozone. Om die reden hebben we onze blootstelling verhoogd via cyclische kwaliteitsbedrijven en derivatenposities op bankindexen.

Aan de vooravond van het resultaatenseizoen van het tweede kwartaal lijken de markten een deel van het slechte nieuws al te hebben verwerkt. We richten onze aandacht dus vanaf nu op 2021, waarvoor de verwachtingen ons hoog lijken (dichtbij die van 2019). Deze situatie spoort ons aan voorzichtig te zijn in onze effectenselectie en portefeuilleopbouw.

Obligaties

De bedrijfsobligaties en de overheidsobligaties van niet-kernlanden van de eurozone hebben het in juni zeer goed gedaan. In Europa lijken de monetaire en begrotingsautoriteiten te zijn opgewassen tegen de uitdaging waar ze voor staan: ze hebben een adequaat en gelijktijdig antwoord gegeven. Een toenemend aantal landen heeft herstelmaatregelen aangekondigd en de Europese Centrale Bank stelt zich zeer actief op. De obligatiemarkten worden nu blootgesteld aan twee tegengestelde krachten die voor ons een reden zijn om een bepaald evenwicht aan te brengen in onze portefeuilles: enerzijds het vooruitzicht van een toenemende deflationaire druk die wordt gekenmerkt door nog meer wanbetalingen, die nu worden uitgesteld maar niet kunnen worden vermeden, en anderzijds het risico van reflatie onder invloed van het ongekende optreden van de centrale banken en overheden. Daarom kiezen we voor een selectieve blootstelling aan risicovolle activa, met name binnen de bedrijfsobligatiemarkt en Italiaanse overheidsobligaties. Deze worden gecompenseerd door liquiditeiten en een aandelenportefeuille die ook in een context van zwakke groei goed kan presteren.

Italië profiteert van een gunstigere context. Allereerst stelt de uitbreiding van het PEPP-programma de ECB vanaf nu in staat om alle netto overheidsuitgiften tussen nu en het eind van het jaar te absorberen. Vervolgens zal de arbitrage die aan banken wordt aangeboden, waardoor ze tegen -1% kunnen lenen via TLTRO's, ertoe leiden dat zij tegen hogere tarieven in overheidsobligaties gaan beleggen. En tenslotte is er de onvermijdelijke oprichting van een herstelfonds op Europese schaal. Gezamenlijk zullen deze maatregelen naar verwachting bijdragen aan de normalisering van de Italiaanse kredietsspreads.

Binnen de bedrijfsobligaties is onze portefeuille opgebouwd rondom 3 thema's: de korte looptijden, voornamelijk 'investment grade', obligaties van de banksector en bedrijven die buitensporig getroffen zijn door de Covid-19-crisis. In de opkomende landen tenslotte vermijden we een ongedifferentieerde blootstelling, in afwachting van een beter zicht op de ontwikkeling van de dollar, en concentreren we ons liever op een paar zeer specifieke opportuniteiten (Roemenië, Mexico).

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.