Beleggen ten tijde van het coronavirus

Auteur(s)
Didier Saint-Georges

Gepubliceerd
5 Juni 2020

Lengte
10 minuten leestijd

In de vier maanden nadat een Chinese provincie de eerste gevallen van een nog onbekende virusinfectie bekendmaakte, zijn de aandelenmarktindexen over de wereld in eerste instantie in een maand tijd met gemiddeld 35% gedaald, en vervolgens weer net zo sterk (en nog sterker wat de Nasdaq-index betreft) gestegen in de twee daaropvolgende maanden. Deze spectaculaire jojo-beweging op de beurzen weerspiegelde de ongekende situatie waarin overheden niet alleen besloten om de wereldwijde economie kunstmatig in coma te brengen teneinde de verspreiding van het coronavirus tegen te gaan, maar ook – vanaf half maart – om de gevolgen van dit besluit te verzachten door een ongekend arsenaal aan budgettaire en monetaire steunmaatregelen ten uitvoer te leggen.

In deze context is het opstellen van economische prognoses koffiedik kijken, want daarvoor moet de ontwikkeling van het virus zelf worden voorspeld, waaraan de meeste deskundigen op dit gebied zich vooralsnog niet wagen. Het voorspellen van beurskoersen lijkt daarentegen een stuk makkelijker; de economische onzekerheid legt hier weinig gewicht in de schaal nu de niet aflatende steun van de centrale banken meer dan ooit de aanjager, de parachute en de barometer van de markten is.

Op korte termijn proberen we ons staande te houden in dit marktklimaat door de gevolgen van de overheidsmaatregelen in kaart te brengen en daarbij niet verder te kijken dan de economische onzekerheid ons toelaat.

Op middellange termijn tekent zich tussen "uiteindelijk blijft alles bij het oude" en "niets zal meer hetzelfde zijn" naar ons idee een scenario van werkelijkheid af, die verstrekkende gevolgen zal hebben voor beleggers.

De wereld is Keynesiaans geworden

Toen ze te maken kregen met de grote financiële crisis van 2008 wentelden westerse overheden hun verantwoordelijkheid om de economie te stimuleren af op de centrale banken, die een niet-conventioneel monetair beleid voerden in de vorm van obligatieaankopen. Het geld dat in het financiële stelsel werd gepompt kwam vervolgens ten goede van de markten. Noch de reële economische bedrijvigheid noch de inflatieverwachtingen waren dynamisch genoeg om de uitzwaai van het door de centrale banken aangebrachte infuus af te kunnen (denk aan de mislukte poging hiertoe in 2018). De reden voor dit betrekkelijke fiasco op economisch vlak is dat enerzijds ons wereldwaardestelsel van dankzij die rentesubsidie, maar dat dit nauwelijks een stimulerend effect heeft gehad op de investeringen van marktdeelnemers, die voorrang geven aan schuldafbouw en zelfs aan radicale bezuinigingen, zoals opgelegd aan de landen in Zuid-Europa). Ditmaal staan de zaken er heel anders voor. Aangezien de regeringen een ten initiative hebben genomen om de investeringen van de private sector drastisch terug te schroeven, nemen ze nu ook hun verantwoordelijkheid door de overheidsuitgaven enorm op te schroeven. Zo zal het Amerikaanse begrotingstekort eind 2020 naar verwachting circa 20% van het bbp bedragen en dat van de Europese 10%.

De wereld is Keynesiaans geworden. En ditmaal zijn de effecteninkoopprogramma's van de centrale banken het logische uitvloeisel van deze begrotingsplannen, doordat ze de financiering ervan vereenvoudigen.

Een dergelijke coördinatie tussen begrotings- en monetair beleid, die begint te lijken op een "monetisering" van exorbitante staatsschulden, roept uiteraard talloze vraagtekens op. Met het oog op dit risico, dat we in onze Note van maart (« **De aanhouder wint** ») ter sprake brachten, bevatten onze wereldwijde portefeuilles omvangrijke posities in goudmijnexploitanten.

Datzelfde risico wijzigt tevens het macro-economische beleggingslandschap doordat bij het stimuleren van de groei een grotere rol weggelegd is voor overheidsinvesteringen. Het is nog te vroeg om te beoordelen hoe doeltreffend deze investeringen zullen zijn, maar op basis van eerdere ervaringen is de vrees gegrond dat ze de productiviteit nadelig zullen beïnvloeden. Beschikbaar kapitaal aanwenden om ten koste van particuliere investeringen projecten met een onzeker rendement te financieren, is zelden een goed recept gebleken om groei te bewerkstelligen. Uitzondering op deze regel zijn wellicht bepaalde ambitieuze milieuprojecten die, door het bedrijfsleven er op intelligente wijze bij te betrekken, verantwoord investeren koppelen aan economische relevantie. Meerdere van onze fondsen zijn nadrukkelijk blootgesteld aan dit thema.

Op dit moment bedraagt de Amerikaanse begrotingssteun circa 15% van zijn bbp, waarvan het merendeel in de vorm van rechtstreekse subsidies. Het door de Europese Commissie gepresenteerde stimuleringsplan heeft niet dezelfde ambitie, ook al is het lastig ze met elkaar te vergelijken, en moet nog worden voorgelegd aan het Europees Parlement en de nationale parlementen, waarvan sommige niet mild zullen zijn, alvorens in 2021 ten uitvoer te worden gelegd. Het is nochtans het eerste plan voor communautaire begrotingssteun dat de goedkeuring wegdraagt van de Frans-Duitse tandem, en verdient derhalve de loftuitingen van de markten.

De houding van de consument in het oog houden

De economie moet weer op gang worden gebracht, hoewel het besmettingsrisico nog altijd aanwezig is

Doordat de meeste overheden te laat reageerden (Taiwan vormt een van de weinige uitzonderingen) en Covid-19 zeer besmettelijk is vergeleken met de SRAS-epidemie van 2003, kon het virus ditmaal bijzonder snel en wereldwijd om zich heen grijpen, ondanks de drastische lockdownmaatregelen die werden getroffen. Wereldwijd bedraagt het aantal mensen dat besmet is met het coronavirus inmiddels ruim zes miljoen. Anders dan in 2003 kunnen de lockdownmaatregelen nu niet worden gehandhaafd totdat het aantal besmettingen tot nul is gedaald. De economische kosten hiervan zouden simpelweg te hoog zijn. De economie wordt dus geleidelijk weer op gang gebracht, hoewel het besmettingsrisico nog altijd aanwezig is. Het ligt weliswaar voor de hand dat de consumentenbestedingen, die al maandenlang op een laag pitje staan, zich in het derde kwartaal zullen herstellen dankzij de geleidelijke opheffing van de lockdowns en de uiterst daadkrachtige financiële steunprogramma's. Sinds een maand zijn de markten in hun nopjes met deze geleidelijke heropening van de economie.

Maar is het denkbaar, los van dit compensatie-effect, dat de collectieve activiteiten, te beginnen uiteraard met de luchtvaart en het massatoerisme, weer volledig kunnen aanknopen bij hun economisch model zolang 'social distancing' het devies is? Zelfs in landen als Taiwan en Zweden, die geen lockdown hebben opgelegd, is de niet-duurzame consumptie fors gedaald als gevolg van de voorzichtige houding van de consument vanwege het besmettingsgevaar (zo daalde de omzet van Zweedse kledingwinkels in maart met 35%). Een ander cruciaal verschil met de SARS-epidemie van 2003 is dat het fenomeen nu wereldwijd is, hetgeen elk land ertoe aanzet om zijn betrekkingen met andere landen te beperken zolang het virus niet is uitgeroeid (niemand weet hoe lang het zal duren om een doeltreffend vaccin te ontwikkelen, goedgekeurd te krijgen en wereldwijd te verspreiden).

We maken ons niet alleen zorgen om onze gezondheid, maar ook om de economie, en beide staan de consumptie in de weg: in de Verenigde Staten zal de spaarquote, die vorig jaar amper 8% bedroeg, onvermijdelijk fors toenemen door voorzorgsbesparingen nu de werkloosheid de pan uit rijst. Ook al is arbeidsflexibiliteit iets dat twee kanten opwerkt, zal de Amerikaanse economie over de hele linie waarschijnlijk getroffen worden door een daling van de koopkracht en het traumatische verlies van circa 40 miljoen banen in enkele weken tijd, om nog maar te zwijgen van de 100.000 mensenlevens die rechtstreeks verloren gingen door de epidemie. De Amerikaanse index voor het consumentenvertrouwen daalde van 130 aan het begin van het jaar tot 86,6 in mei. Ook in Europa ligt het voor de hand dat bedrijven snel zullen overgaan tot kostenbesparingen, en dat burgers door de toenemende arbeidsonzekerheid uit voorzorg eerder gaan sparen dan besteden (de Europese Commissie verwacht dat de spaarquote in de eurozone zal stijgen van 12,8% vorig jaar tot 19% dit jaar).

Deze crisis zal een versnellend effect hebben op de Darwiniaanse selectie die al enkele jaren geleden is begonnen

Dat mensen de hand op de knip gaan houden zal niet alleen macro-economische consequenties hebben: de economische bedrijvigheid zal zich meer dan ooit toespitsen op de meest voordelige, doeltreffende en veilige vormen van communicatie, handel, arbeid en onderwijs.

Deze crisis zal dan ook een versnellend effect hebben op de Darwiniaanse selectie die al enkele jaren geleden is begonnen: in tijden van zwakke groei weten bedrijven die reeds voorop lopen bij de technologische ondersteuning van hun aanbod zich goed aan te passen aan de omstandigheden, terwijl weinig flexibele bedrijven met kapitaalintensieve activiteiten, die financieel toch al kwetsbaar waren, in groot gevaar verkeren. De gestage outperformance van technologiebedrijven sinds het begin van het jaar moet in dit licht worden bezien. Maar de outperformance van technologiebedrijven is een structurele trend die nu nog is versterkt; en er zit nog rek in deze ontwikkeling op de markten, mits we uiteraard zeer selectief te werk blijven gaan.

Alle touwtjes in handen houden

We mogen de hevige stuiptrekkingen waaraan de meeste economieën ter wereld lijden niet onderschatten. Net als bij aardbevingen kunnen we niet uitsluiten dat deze crisis gevolgd zal worden door naschokken na een periode van kalmte, en dat scheuren die tot nu toe geen gevolgen hebben gehad in een later stadium breuken veroorzaken. Er zijn talloze bedrijven, maar ook landen, die op het randje van een solvabiliteitscrisis staan. Niemand weet in hoeverre een opleving van binnenlandse economische spanningen zou kunnen leiden tot oplopende sociale en politieke spanningen in de Verenigde Staten, China of elders, of zelfs gewapende conflicten zou kunnen veroorzaken. In de politiek, aldus Alexis De Tocqueville, is wat zich voor onze neus afspeelt vaak het moeilijkst in te schatten.

En toch zullen niet alleen onze toonaangevende, flexibele technologiebedrijven sterker uit deze crisis komen; ook in de meest gehavende sectoren zullen bij de Darwiniaanse selectie winnaars uit de bus komen. Zo zullen zelfs in de luchtvaart de meest efficiënte aanbieders overleven, en bij de eerste tekenen van macro-economisch herstel profijt trekken van de tegenslagen van hun beklagenswaardige concurrenten. De posities en kapitaaltoewijzingen van beleggers sinds het begin van het jaar lijken aan deze "subtiliteiten" voorbij te gaan. Gezien de radicale onzekerheid waarmee deze coronacrisis gepaard gaat, is het voor beleggers dan ook zaak om alle touwtjes in handen te houden door hoofdzakelijk te beleggen in bedrijven die op lange termijn boven komen drijven, en niet alleen het risico van instabiliteit nauwlettend te blijven volgen, maar ook tactische kansen die zich kunnen aandienen.

Bron: Carmignac, Bloomberg, 31/05/2020

Beleggingsstrategie

Aandelen

Beleggers hebben te maken met twee scenario's: het reële risico van teleurstelling over de omvang van het economische herstel na de ongekende deflatoire schok; en reflatie dankzij de ongebreidelde inspanningen die centrale banken en overheden zich getroosten om de investeringen en consumptieve bestedingen op peil te houden. Na in april en begin mei richtingloos heen en weer te hebben geschommeld, hebben de aandelenmarkten zich krachtig hersteld. Het sentiment is immers sterk verbeterd doordat de economie binnenkort weer wordt opgestart.

We hanteren sinds enkele weken een flexibele en liquide allocatie met een kernportefeuille die zich nog altijd richt op bedrijven waarvan wij denken dat ze het hoofd boven water weten te houden in een omgeving van zwakke groei nu het scenario van een macro-economische teleurstelling onderschat wordt door beleggers. Daarnaast profiteren de door ons geselecteerde bedrijven, die over een duurzaam groeipotentieel beschikken, van de structurele effecten die deze crisis heeft gehad op consumptiepatronen doordat de digitalisering van toeleveringsketens erdoor in een stroomversnelling is geraakt, onder meer in de sectoren levensmiddelen, gezondheidszorg en entertainment.

Vanwege de geplande heropening van de economieën, de stimuleringsplannen en de algemene correctie die de cyclische segmenten heeft getroffen, hebben we weer op selectieve wijze posities ingenomen in kwaliteitsbedrijven waarvan de activiteiten tijdelijk stil waren gelegd, zoals Amadeus, Safran en Booking in de toeristische sector. Ook maken we gebruik van sectorale en geografische indexen om op opportunistische en liquide wijze te profiteren van dit verbeterde sentiment. Onze aandelenblootstelling, die we na het dieptepunt van de markt geleidelijk hebben opgeschroefd, lag eind mei weer op een hoog niveau. We blijven echter waakzaam in deze nog altijd instabiele omgeving.

Obligaties

Net als de aandelenmarkten schommelden de obligatiemarkten heen en weer tussen deflatie-/wanbetalingsrisico's en het vooruitzicht van reflatie door de maatregelen van centrale banken en overheden. Dankzij de in Europa geboekte vooruitgang bij de invoering van een herstelfonds van 750 miljard euro, waarvan 500 miljard euro in de vorm van subsidies, konden de markten knopen doorhakken, waardoor staatsobligaties van perifere Europese landen en de kredietmarkt in de lift zaten. Tegen deze achtergrond hebben we onze obligatiebeleggingen op actieve en flexibele wijze beheerd.

Na de forse ontwrichting van de kredietmarkt, hebben we onze portefeuilles weer heel snel gepositioneerd rond vier thema's: kortlopende obligaties in de Verenigde Staten, langerlopende 'investment-grade' obligaties in Europa, financiële obligaties, en bedrijven die getroffen zijn door de Covid-19-crisis, waarvan de waarderingen een overdreven risiconiveau weerspiegelen. In het segment staatsobligaties handhaven we onze voorkeur voor landen waarvan de centrale bank nog speelruimte over heeft, zoals de Verenigde Staten. Terwijl we ons aanvankelijk zeer terughoudend opstelden ten aanzien van niet-kernlanden in de eurozone, hebben we opnieuw posities in Italiaanse staatsobligaties ingenomen toen het risico van het uiteenvallen van de eurozone was afgewend, en tegelijkertijd onze blootstelling aan Duitse staatsobligaties, die als veilige haven fungeren, verlaagd. Wat staatsobligaties van opkomende landen betreft, blijven we voorzichtig, met name als het gaat om de kwetsbaarste landen (die zijn blootgesteld aan grondstoffen en/of kampen met tekorten op de lopende rekening). We handhaven echter onze voorkeur voor schuldpapier in harde valuta's dat aantrekkelijke rendementen biedt, met name Roemenië, dat profiteert van het Europees herstelfonds.

Valuta's

Na zeer in trek te zijn geweest bij beleggers als betaalmiddel en reservevaluta, kwam aan de stijging van de dollar een einde door toedoen van de Fed, waarna de munt enige tijd pas op de plaats maakte. De euro profiteerde van de door Europese regeringen geboekte vooruitgang bij de invoering van een gecoördineerd herstelplan. Wat de valuta's van opkomende landen betreft, handhaven we vooralsnog een lage blootstelling nu ruim honderd landen al een steunaanvraag hebben gericht aan het IMF.

In onze valutablootstelling blijven we dan ook de voorkeur geven aan de euro, de referentievaluta van onze fondsen. De grote winnaar van deze situatie is echter nog altijd goud, dat zou kunnen profiteren van het toenemende wantrouwen ten aanzien van papiergeld, dat nu openlijk wordt gedrukt om de overheidstekorten te financieren. Dit zou een fase van monetaire instabiliteit kunnen inluiden, die mogelijk ten goede komt van reële activa, waaronder goud.

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.