



De onverbiddelijke wet van de evolutie



Auteur(s)
Didier Saint-Georges

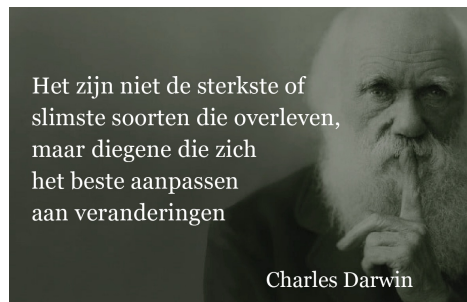
Gepubliceerd
3 September 2020

Lengte
7 minuten leestijd

Enkel voor professionele beleggers.

Dit document is niet bestemd voor Belgische privé-beleggers.

De zomer loopt op zijn einde en hoe de pandemie zich verder zal ontwikkelen, blijft koffiedik kijken. We weten immers nog lang niet alles over het virus. Vast staat wel dat mensen, bedrijven en overheden zich beginnen aan te passen aan die onzekerheid, zij het met enige vertraging. Door die verandering in ons gedrag kan de wereldeconomie zich niet veel verder herstellen dan de inhaalbeweging uit het derde kwartaal, maar wordt het risico kleiner dat de gezondheidssituatie opnieuw uit de hand loopt. Tegelijk veroorzaakt het enorme verschillen in prestaties tussen sectoren.



Wat de macro-economie betreft, is het geen optie meer om de helft van de wereldeconomie nogmaals moedwillig stil te leggen. Wat er ook gebeurt, de voorkeur zal uitgaan naar gerichtere oplossingen, die voorkomen dat de groei opnieuw keldert. Er breekt dus een periode aan van broze en zeer ongelijk verdeelde economische activiteit, ondersteund door veelvuldige budgettaire en monetaire injecties van overheden, die hun maatregelen slechts mondjesmaat zullen kunnen afbouwen.

Op de juiste manier reageren tijdens een crisis is slechts het halve werk. Het is ook belangrijk om de langetermijneffecten ervan goed in te schatten

Op micro-economisch niveau zien we dat bedrijven die deze omstandigheden op het lijf geschreven zijn omdat ze oplossingen aanreiken op het vlak van mobiliteit, hygiëne of productiviteit, sinds begin dit jaar hun winstgevendheid hebben zien toenemen. Andere sectoren zullen zich ingrijpend moeten aanpassen als ze niet willen verdwijnen. De wet van de evolutie helpt ons niet om crisissen te voorkomen, maar herinnert ons er wel aan dat crisissen veranderingen op lange termijn met zich brengen, en van andere richtingen geven of ze versnellen.

Voor beleggers is op de juiste manier reageren tijdens een crisis slechts het halve werk. Het is ook belangrijk om de langetermijneffecten ervan goed in te schatten.



Het voornaamste risico voor de markten is niet langer de pandemie zelf



Laten we niet vergeten dat epidemiologen op basis van modellen van het Imperial College London, de meest respectabele Britse universiteit, begin dit jaar vreesden dat de coronaviruspandemie zou leiden tot 2.000.000 doden in de Verenigde Staten en 500.000 in het Verenigd Koninkrijk. Die modellen waren duidelijk verre van volmaakt ...

Of het nu door die pessimistische kijk kwam of doordat het voor Westerse democratiën politiek gevaarlijk was om een minder radicale aanpak van een dergelijk risico uit te proberen dan China, er werd gekozen voor grootschalige lockdowns, ten koste van de economische prijs die bij iedereen bekend is. Zes maanden later heeft de wereld zich voorgenomen om met het virus te leren leven. Tot een werkzaam vaccin is gevonden, getest, geproduceerd en op zeer grote schaal verspreid, zal de dreiging aanwezig blijven en ons gedrag in meer of mindere mate blijven beïnvloeden. De wijdverbreide verplichting om een mondkapje te dragen zal niet perfect worden nageleefd, dus zal het aantal besmettingen weer stijgen naarmate er meer getest wordt en de waakzaamheid bij jongere bevolkingsgroepen verslapt, maar wellicht zonder dat het sterftecijfer opnieuw de hoogte in schiet.

De restaurant-, transport- en hotelsector zullen weer uit het dal klimmen, zij het zwaar gehavend. De banksector zal verder in de kosten moeten snijden om te overleven. E-commerce, videoconferentieplatformen – die nu definitief hun plaats als efficiënt communicatiemiddel voor bedrijven verworven hebben – en webgebaseerde oplossingen zullen in zwang blijven, al zal de groei geleidelijker verlopen.

In de eerste helft van het jaar hebben de markten zich moeten aanpassen aan een economische schok van historische proporties, gevolgd door een al even ongeziene reactie van overheidswege. Een goed risicomanagement was essentieel om in die golf niet te worden weggespoeld. Minstens even belangrijk, maar minder zichtbaar, is dat beleggers kunnen inschatten welke bedrijven met uitsterven bedreigd zijn en welke juist kunnen floreren, door na te gaan hoever ze gevorderd zijn met hun aanpassingsvermogen. Iedereen lijkt die trends nu wel te hebben begrepen. Is het risico nu niet dat de markten er té sterk op hebben ingezet?

Schuilt het gevaar vandaag in groeiaandelen?

Al ruim tien jaar leidt de aanpak van de gevolgen van de crisis uit 2008, waarbij uitsluitend monetaire middelen worden ingezet, tot een matig herstel van de wereldeconomie en een ongeziene daling van de rente. Bedrijven die desondanks een solide winstgroei wisten te realiseren, hebben dan ook een benijdenswaardig koersverloop gekend. Hun waarderingen stegen niet alleen dankzij hun grotere winstgroei, maar ook dankzij de steeds lagere disconteringspercentages van hun winsten. De economische aardbeving in de eerste helft van 2020 heeft dat fenomeen nog versterkt doordat de wereldwijde macro-economische groeivoorzichten nog onzekerder zijn geworden en de kans is toegenomen dat de rente lange tijd bijzonder laag zal blijven.



In dit ongeziene klimaat van enorme bezorgdheid over een gezondheidsrisico dat niet meteen zal verdwijnen, hebben delen van de technologiesector hun concurrentievoordeel zelfs zien toenemen en de forse stijging van de gemiddelde schuldgraad van bedrijven heeft de financiële gezondheid van de technologische koplopers nog meer op de voorgrond geplaatst. In tegenstelling tot twintig jaar geleden, tijdens de dotcomzeepbel, hebben ze vandaag meestal een ijzersterke balans en zijn ze een stuk winstgeverder dan het gemiddelde beursgenoteerde bedrijf (Amerikaanse technologieaandelen hebben nu een gemiddelde operationele marge van meer dan 25%, tegenover minder dan 10% voor de S&P 500 zonder technologiebedrijven en financiële instellingen). Dat groeiaandelen – wat meestal aandelen uit de technologiesector zijn (maar niet altijd) – sinds begin dit jaar de bredere markt ruim verslaan, mag dan ook niemand verbazen.

Dat groeiaandelen sinds begin dit jaar de bredere markt ruim verslaan, mag dan ook niemand verbazen

Is hun voorsprong overdreven? Wij menen van niet. Zo ligt de koers-winstverhouding van de technologieaandelen in de MSCI World nu circa 30% hoger dan die van de index in zijn geheel. Dat cijfer ligt heel dicht bij het gemiddelde over de afgelopen vijftientig jaar (25%) en ver onder de premie van 120% uit 1999 en 2000. Een ander veelzeggend voorbeeld: de verhouding tussen de koers van een aandeel en de verwachte winstgroei op lange termijn is vandaag min of meer dezelfde voor de 'GAFAM' (tussen 2 en 2,5) als voor de rest van de S&P-index (wat twintig jaar geleden hoegenaamd niet het geval was; toen werd voor niet-technologieaandelen veel minder betaald voor de verwachte groei).

Dat beleggers bij de 'waardering van groei' vandaag weinig onderscheid maken, is om twee redenen belangrijk. Ten eerste toont het aan dat de technologiesector, rekening houdend met het groeipotentieel op lange termijn, vandaag niet overgewaardeerd is. Ten tweede is het ook een geweldige kans voor actieve beheerders om meerwaarde te genereren. Door de macro-economische onzekerheid is het namelijk moeilijk om betrouwbare voorspellingen over de lange termijn te doen. Dat kan alleen op basis van een verregaande kennis en grondige analyse van elk bedrijf, de concurrentieomgeving waarin het actief is, de technologische breuklijnen waarop het zich bevindt enz. Door de invloed van passief beheerde fondsen, die alleen maar is toegenomen, en de rol die handelsplatformen voor particulieren de laatste tijd in de Verenigde Staten spelen, wat tot enkele razendsnelle koersontwikkelingen heeft geleid, ontstaan er steeds meer waarderingfouten en dus ook meer kansen om met actief beheer het verschil te maken.

De oorsprong en oplossing van de economische crisis van 2020 zijn van dien aard dat alleen dwazen het verdere verloop ervan trachten te voorspellen. Zal de ongeziene directe steun aan bedrijven en particulieren lang genoeg worden volgehouden om te voorkomen dat het aantal faillissementen toeneemt, in het bijzonder bij middelgrote ondernemingen, en de economie in 2021 weer in een recessie verzeild raakt? Die vraag geldt evenzeer voor Europa als voor de Verenigde Staten, waar ze politiek nu al erg gevoelig ligt en een bron van onzekerheid is, naast de groeiende onzekerheid over de presidentsverkiezingen over twee maanden. Anderzijds zou een medische doorbraak in de behandeling of preventie van covid-19, een onherroepelijke en onvoorwaardelijke keuze van de centrale banken om de ongeziene begrotingstekorten te monetariseren of misschien een minstens gedeeltelijke transfer van de historisch hoge spaartegoeden van de huishoudens naar de reële economie, de hoop kunnen voeden – al was het maar tijdelijk – dat we ons eindelijk aan tien jaar macro-economische lethargie en ondermaatse inflatieverwachtingen kunnen onttrekken. We moeten dus klaar blijven staan om, zodra dat nodig is, met alle vereiste flexibiliteit te reageren, want de wet van de evolutie geldt voor iedereen, zeker ook voor vermogensbeheerders. In de tussentijd is het belangrijk om in de portefeuilles alleen aandelen op te nemen die echt gebaseerd zijn op overtuigingen op lange termijn, aangevuld – om een evenwichtig geheel te krijgen – met activa die kunnen profiteren van de herstelmaatregelen, zoals bedrijfsobligaties en goudmijnen, en de fenomenen waarmee die maatregelen gepaard gaan (begrotingstekorten, geldcreatie).

Beleggingsstrategie

Aandelen

Beleggers zetten afgelopen zomer hun zoektocht naar groei verder en mikten daarvoor op de sector waarvan de resultaten het meest voorspelbaar zijn: technologie in brede zin. Die zogezegd permanente groeiers zijn dan ook verder gestegen en hebben tijdens de zomer het rendement van onze aandelenstrategieën opnieuw positief beïnvloed.

De waardering van technologieaandelen roept bij beleggers echter – terecht – vragen op. We blijven in onze portefeuilles zeer waakzaam voor het 'zeepbelrisico'. Om te beginnen nemen we regelmatig winst op de sterkste stijgers, zoals fintech en e-commerce. Daarnaast blijven we onze beleggingsfilosofie trouw: we gaan ervan uit dat in de koers van een aandeel alle voor het publiek beschikbare informatie al verrekend zit en we beleggen dus alleen in bedrijven waarop wij een andere visie hebben dan de consensus. Op korte termijn lopen we door die filosofie soms kansen mis, maar op lange termijn heeft ze haar deugdelijkheid bewezen. Tot slot blijven we onze blootstelling aan groeiaandelen spreiden over diverse regio's, sectoren en bedrijven. Toch blijven we ervan overtuigd dat de meeste van deze bedrijven een premie waard zijn. Ze kunnen namelijk als geen ander winstgroei realiseren, los van de economische cyclus, omdat hun groei gebaseerd is op langetermijntrends. Tijdens deze crisis hebben ze bovendien hun defensieve eigenschappen laten zien. Denk maar aan de nieuwe leiders van de reclamemarkt, Google en Facebook, maar ook aan Salesforce, dat heeft bewezen dat bedrijven weliswaar hun investeringen terugschroeven, maar blijven inzetten op digitalisering. Ook het klimaat van lage rente dat de centrale banken creëren, ondersteunt de koersen van deze aandelen. Wij zijn echter niet immuun voor de reflatoire druk op korte termijn die zou kunnen ontstaan als er een vaccin wordt gevonden, als de macro-economische cijfers verbeteren of als de inflatieverwachtingen omhooggaan. Daarom handhaven wij onze positie in goudmijnaandelen, die naar verwachting zullen stijgen als de inflatieverwachtingen weer omhooggaan, en in enkele conjunctuurgevoeligere aandelen.

Obligaties

Terwijl bedrijfsobligaties het afgelopen zomer opnieuw goed hebben gedaan, stonden staatsobligaties van 'kernlanden' enigszins onder druk. Daar zijn verschillende verklaringen voor: het historisch hoge uitgiftevolume, de beslissing van de Federal Reserve om de inflatiedrempel van 2% niet langer te beschouwen als een bovengrens maar als een gemiddeld streefdoel op lange termijn, de betere macro-economische cijfers en tot slot de hoop op een vaccin. Tegen die achtergrond hebben we de rentegevoeligheid van onze portefeuille relatief laag gehouden.

Hoewel duration in Europa volgens ons geen belangrijke rendementsbron is, is de recente solidariteit tussen de lidstaten van de eurozone een belangrijke ontwikkeling in vergelijking met eerdere crisissen. Het politieke antwoord van de eurozone op covid-19 blijft bijzonder gunstig voor staatsobligaties uit perifere landen. Met een spread van 140 basispunten op tienjaarsobligaties zijn Italiaanse staatsobligaties nog steeds een bron van rendement in een klimaat van uiterst lage rente en overvloedige liquiditeit.

Bij de Amerikaanse staatsobligaties houden we voorlopig vast aan een positie in dertigjarige uitgiften om te profiteren van de krimpende spread tussen de Verenigde Staten en Duitsland. Wat betreft staatsobligaties van opkomende landen, tot slot, handhaven we onze beleggingen in specifieke situaties, zoals Roemenië en Mexico.

Op de bedrijfsobligatiemarkt zien we nog steeds aantrekkelijke risico-rendementsprofielen. We blijven voornamelijk belegd in drie belangrijke thema's: emittenten van goede kwaliteit met een buitensporig hoge kredietspread, leningen van financiële instellingen, en bedrijven die door de covid-19-crisis zijn getroffen, in het bijzonder in de toeristische sector.

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 gedeponiseerd 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.