



De prijs van de angst

maart 2020



Auteur(s)
Didier Saint-Georges

Gepubliceerd
2 Maart 2020

Lengte
9 minuten leestijd

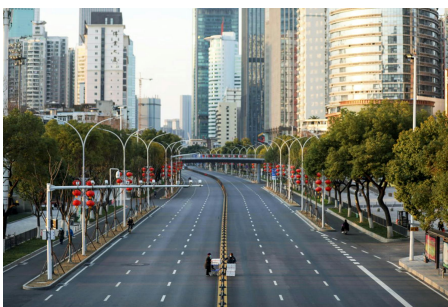
Enkel voor professionele beleggers.

Dit document is niet bestemd voor Belgische privé-beleggers.

Perioden van paniek vormen het spiegelbeeld van perioden van uitbundigheid: ze zijn gebaseerd op feiten die op overdreven wijze worden geïnterpreteerd, wat resulteert in extreme verwachtingen

Terwijl de markten tijdens de opkomst van de crisis rond het Covid-19-virus goed standhielden, volgde eind februari plotseling een correctie. Hoe moeten we dat interpreteren en hoe moeten we daar als beleggers op reageren?

De huidige crisis is een unieke situatie, oftewel een 'zwarte zwaan', niet zozeer in de zin van een verwoestende gebeurtenis, maar meer in de zin dat het geen gebeurtenis is die voldoende overeenkomsten vertoont met voorvallen uit het verleden om zinvolle parallellen te kunnen trekken. Dit virus wordt blijkbaar heel gemakkelijk overgedragen, ook door mensen die geen symptomen van de ziekte vertonen, waardoor de epidemie moeilijker te beheersen is dan SARS of MERS. Een van de problemen is natuurlijk dat we nog niet zoveel weten over het virus. Maar door het aantal waargenomen besmettingsgevallen in kaart te brengen – cijfers die we door epidemiologen voorgeschoteld krijgen – kunnen we ons wel een idee vormen van het traject van de epidemie.



Daaruit blijkt dat deze in China snel is overgegaan van een voor epidemieën kenmerkende beginfase van exponentiële groei naar een fase van vertraging, ongetwijfeld als gevolg van de radicale manier waarop de Chinese overheid het probleem heeft aangepakt. Dat verklaart waarom de markten tot half februari goed standhielden. Maar vanaf dat moment kwamen de landen buiten China in die exponentiële groeifase terecht doordat de Chinese grenzen aanvankelijk gaten vertoonden en de incubatietijd lang is. Hierdoor heeft de angst voor een epidemie in de westerse landen vaste vormen aangenomen.

Wanneer dit soort risico's concreter worden, krijgen ze blijkbaar een emotionele lading die bij het publiek heftige paniekreacties kan veroorzaken. Hierdoor worden overheden en bedrijven aanzienlijk onder druk gezet om uitzonderlijke beschermingsmaatregelen te nemen (sluiting van openbare gebouwen, annulering van evenementen en reizen, quarantaine enz.). Hoewel die ongetwijfeld zinvol zijn in de strijd tegen de epidemie, hebben ze op korte termijn een verwoestende impact op de economische bedrijvigheid. Met andere woorden: de paniek op de beurs weerspiegelt de vrees voor de economische schade die het Covid-19-virus zou kunnen aanrichten. Die schade wordt op zijn beurt weer grotendeels veroorzaakt door de sanitaire voorzorgsmaatregelen die worden genomen om de epidemie met succes te bestrijden.

Perioden van paniek vormen het spiegelbeeld van perioden van uitbundigheid: ze zijn gebaseerd op feiten die op overdreven wijze worden geïnterpreteerd, wat resulteert in extreme verwachtingen; dit heeft te maken met ons groepsdenken in onbekende situaties. Voordat we ons gaan buigen over de mogelijke scenario's, lijkt het ons zinvol om de recente gebeurtenissen in het juiste perspectief te plaatsen.

In tegenstelling tot 2008 is deze crisis geen endogene schok, maar een externe. We kunnen er dus van uitgaan dat de epidemie, hoe heftig deze ook toeslaat, een tijdelijk verschijnsel is

Een essentieel gegeven is dat deze gezondheids crisis een externe schok is, zoals de aanslagen van 11 september 2001 en de ramp in Fukushima in 2011, en geen interne, zoals de kredietcrisis van 2008, die veroorzaakt werd door structurele economische onevenwichtigheden. Het herstel van een interne schok is van nature bijzonder lang en moeizaam. Tenzij de epidemie volledig uit de hand loopt, denken we dat er voldoende redenen zijn om aan te nemen dat de huidige gezondheids crisis, hoe heftig deze ook toeslaat, van tijdelijke aard is en dat we nu al kunnen nadenken over hoe het economische landschap er hierna uit gaat zien en welke consequenties dat zal hebben voor de markten.

De gezondheids crisis is ontstaan in een bijzondere economische en financiële context

We herinneren eraan dat de grote centrale banken, de Fed voorop, in het laatste kwartaal van 2019 besloten om de markten te trakteren op een zeer verruimend monetair beleid, dat niet alleen gekenmerkt wordt door uiterst lage rentevoeten, maar ook door de herintroduktie van geldschepping (aankoop van obligaties op de markten in ruil voor liquiditeiten). Door die ontwikkeling zijn de markten de laatste vijf maanden gestegen tot een historisch hoog niveau. De keerzijde van deze medaille van uitzonderlijke ondersteuning is dat de Fed er op dit moment weinig voor voelt om die omvangrijke maatregelen nog verder uit te breiden door een verruimend signaal af te geven nu de markten een aantal dagen zijn gedaald. Het scenario van een geringe verlaging van de federal funds rate behoort weer tot de mogelijkheden, maar we moeten het effect ervan op de economische bedrijvigheid, die verlamd is door de angst voor een pandemie, niet overschatten. Daarom zijn de beurzen zwaar gekelderd ten opzichte van de voorgaande piek. Die situatie zal aanhouden totdat de roep om nieuwe gecoördineerde monetaire maatregelen de overhand krijgt.

Op macro-economisch gebied wezen de voorlopende indicatoren van de wereldwijde cyclus aan het begin van het jaar op een stabilisatiefase of zelfs een licht herstel, na de forse terugval van de afgelopen twee jaar van met name de industriële sector. Vooral Europa, dat van nature conjunctuurgevoeliger is, zou daarvan hebben moeten profiteren, met name de sectoren die het sterkst gebonden zijn aan de vraag in de opkomende landen. Door de sterke economische banden met China wordt Europa dus twee keer zo hard geraakt: ten eerste door een onmiddellijke terugval van de economie doordat de vraag en het aanbod van een belangrijke handelspartner zijn verstoord, en ten tweede door de vrij directe blootstelling van het continent aan de verspreiding van het Chinese virus. Zelfs als de gezondheids crisis snel wordt opgelost, zal Europa volledig afhankelijk zijn van het al of niet dynamische herstel van China en de impact daarvan op de Europese economie. Dat geldt minder voor de Verenigde Staten, die een meer gesloten economie hebben.

Wat is het herstell potentieel van de Chinese economie?

Het staat nu al vast dat de Chinese economie dit jaar begint met een drastische terugval. De echte cijfers zullen pas later (of nooit) bekend worden gemaakt, maar het lijkt geen twijfel dat de radicale bestrijding van de epidemie ten koste is gegaan van de economische bedrijvigheid van het eerste kwartaal. In de dienstverleningssectoren kan een groot deel van die achterstand niet worden ingehaald. Vooral veel kleine bedrijven hebben nu al te maken met enorme liquiditeitsproblemen doordat ze het al wekenlang zonder omzet moeten stellen. Een van de prioriteiten van de Chinese regering zal ongetwijfeld bestaan uit het verstrekken van aanzienlijke financiële hulp aan duizenden kleine en middelgrote ondernemingen.

Maar een plan voor gerichte financiële ondersteuning is heel wat anders dan een breed stimuleringsprogramma voor de economie. Door de aanzienlijke externe beperkingen (de valuta en de lopende rekening) en interne beperkingen (de schuldenlast en de begroting) waarmee de Chinese regering wordt geconfronteerd, vrezen we op dit moment dat de herstelmaatregelen vrij teleurstellend zullen zijn en veel minder impact zullen hebben op de cyclus van de wereldeconomie dan de stimuleringsmaatregelen die in 2003 na de SARS-epidemie werden genomen. Volgens ons zal het komende economische herstel meer de vorm van een 'U' dan van een 'V' hebben, afgezien van een paar maanden van scherp 'technisch' herstel in reactie op de huidige crisis, gewoon omdat de voorraden moeten worden aangevuld en er een inhaalslag van uitgestelde uitgaven kan worden verwacht.

De Verenigde Staten vormen nog steeds een uitzondering

Zowel in economisch als financieel opzicht is het voordeel van de Verenigde Staten tweedelig: de economische banden met China zijn op dit moment relatief beperkt en dankzij de risicoaversie als gevolg van de gezondheids crisis profiteert het land van een kapitaalinstroom naar Amerikaanse staatsobligaties, die tegenwoordig nog steeds worden beschouwd als een veilige haven waar je niet omheen kunt. De rente op tienjarige staatsobligaties (die ten opzichte van de koers in omgekeerde richting beweegt) begon eind vorig jaar te stijgen, maar bereikte op 29 februari een nieuw historisch dieptepunt van 1,15%. Die scherpe daling van de rente is ongetwijfeld ook een weerspiegeling van het feit dat de markten ervan uitgaan dat deze gezondheids crisis in eerste instantie de vraag verstoort – een deflationaire factor – en pas daarna een bedreiging vormt voor de economische bedrijvigheid door ook het aanbod te verstoren. Toch sijpelt deze rentedaling gedeeltelijk door naar de rente op hypothecaire leningen, waardoor de financiële voorwaarden voor Amerikaanse consumenten nog steeds vrij gunstig zijn, ondanks de dalende koersen van aandelen en bedrijfsobligaties. Op de beurs zal de outperformance van de grote Amerikaanse groeiaandelen dankzij deze uitzonderingspositie naar verwachting aanhouden. Die prestaties zijn al tien jaar lang hoofdzakelijk te danken aan verbeterde bedrijfsmodellen, in combinatie met een omgeving van zwakke groei en zeer lage rente.

Wat zijn de vooruitzichten voor de markten?

In theorie kunnen de financiële markten zich tot in het oneindige onttrekken aan de wetten van de zwaartekracht: formeel gezien kunnen centrale banken onbepert nieuw geld creëren, en dus de risicopremies van aandelen opdrijven. Maar in de praktijk kunnen de gevolgen van die 'gewichtloosheid' niet worden genegeerd. De recordstijging die de aandelenkoersen in 2019 hebben gerealiseerd, hoewel het toch een 'neutraal' jaar was waarin de gemiddelde groei van de bedrijfswinsten vrijwel gelijk was aan nul, heeft geresulteerd in een technische kwetsbaarheid die op ieder moment voor instabiliteit zou kunnen zorgen. De coronacrisis was de directe aanleiding voor een ongekend scherpe marktdaling.

Zoals we al hebben aangegeven, voelt de Fed er weinig voor om haar monetair beleid onmiddellijk nog verder te versoepelen. Bovendien, als naast de vraagzijde ook de aanbodzijde langdurig wordt verstoord, zijn er niet alleen monetaire maar ook fiscale maatregelen nodig. Waarschijnlijk zal de instabiliteit op de markten vooralsnog dan ook aanhouden, zeker zolang de epidemie buiten China nog in de – meest angstwekkende – groeifase zit. Hierop zal logischerwijs een periode van opluchting volgen als de gezondheidssituatie eenmaal genormaliseerd is. Maar het is vooral van belang dat er snel maatregelen worden genomen op monetair en fiscaal gebied die krachtig genoeg zijn om het aangetaste vertrouwen en de schade aan de toeleveringsketens en de investeringen te herstellen.

Het nemen van meer fiscale stimuleringsmaatregelen is een zaak waarover in Europa nog lang geen consensus is bereikt en die in China op weerstand lijkt te stuiten. De kandidaten bij de Amerikaanse presidentsverkiezingen lijken er echter geen van allen iets op tegen te hebben. Waarschijnlijk zullen de Verenigde Staten dan ook het eerst met maatregelen komen en ook de monetaire ondersteuning weer nieuw leven inblazen. Een dergelijk scenario, waarvan we moeten afwachten of het zich daadwerkelijk zal voltrekken, zou kunnen resulteren in een forse daling van de Amerikaanse dollar.

Mensen zijn van nature geneigd om na iedere storm bescherming te zoeken en te betreuren dat ze dat niet veel eerder hebben gedaan. Maar als de gezondheidscrisis zich ontwikkelt zoals verwacht en een tijdelijke schok blijkt te zijn, zijn wij van mening dat een dergelijk vooruitzicht eerder vraagt om een strategie die gericht is op het handhaven van een gematigde aandelenblootstelling, die op actieve wijze moet worden beheerd om in ieder geval de instabiliteit van de markten op te kunnen vangen, en vooral op het verifiëren van de kwaliteit en het weerstandsvermogen van de groei – in alle mogelijke scenario's – van de in de portefeuille aangehouden effecten. Op dat gebied zijn er niet alleen in de Verenigde Staten maar ook in China veel van dergelijke effecten te vinden en ze zijn opeens zeer redelijk gewaardeerd. Het gaat dan om de sectoren gezondheidszorg, biotechnologie en connected producten en technologiebedrijven in het algemeen.

Wat de obligaties betreft, dient de rentegevoeligheid ook op een gematigd niveau te liggen en actief te worden beheerd met het oog op de recente rentedaling. In het kredietsegment zouden er onevenwichtigheden en dus aantrekkelijke arbitragekansen kunnen ontstaan. Tot slot zijn er nu al voldoende redenen om posities die gecorreleerd zijn met de goudprijs in te nemen om de portefeuille te beschermen als de intrinsieke waarde van de dollar gaat dalen.



Onze strategische voorkeur voor groeiaandelen is allesbehalve een cliché-achtige benadering

Wat de obligaties betreft, dient de rentegevoeligheid ook op een gematigd niveau te liggen en actief te worden beheerd met het oog op de recente rentedaling. In het kredietsegment zouden er onevenwichtigheden en dus aantrekkelijke arbitragekansen kunnen ontstaan. Tot slot zijn er nu al voldoende redenen om posities die gecorreleerd zijn met de goudprijs in te nemen om de portefeuille te beschermen als de intrinsieke waarde van de dollar gaat dalen.

Bron: Carmignac, Bloomberg, 29/02/2020



Beleggingsstrategie

Aandelen

De aandelenmarkten kregen de afgelopen weken zware klappen te verduren. De paniek sloeg toe toen de bezorgdheid over een Chinese epidemie overging in angst voor een pandemie.

Het koersverloop was zeer heftig en abrupt; de VIX-index, die aangeeft wat de verwachtingen zijn voor de komende weken ten aanzien van de dagelijkse schommelingen op de aandelenmarkt, was bijzonder hoog. De marktschommelingen waren des te heviger omdat de aandelenindexen een hoog niveau bereikt hadden en de marktpartijen vrij agressief gepositioneerd waren.

Aangezien de groeivoorzichten erg onzeker zijn en het zeer onduidelijk is op welke termijn de bedrijvigheid zich zou kunnen herstellen, lijkt het ons in dit bijzonder volatiele marktklimaat belangrijk dat we onze aandelenbeleggingen concentreren op de bedrijven die de beste vooruitzichten bieden en dat we de bedrijven met de hoogste schuldenlast vermijden, omdat sommige daarvan in liquiditeitsproblemen zouden kunnen komen als de economische activiteit tot stilstand komt, ook als die onderbreking maar van korte duur is.

Bovendien verwachten we dat deze exogene schok vooral aanleiding zal geven tot een verdere verruiming van het monetair beleid en niet tot een ruimer begrotingsbeleid; als dat gebeurt, zou dat een positief effect moeten hebben op het relatieve rendement van aandelen met een 'zichtbare' winstgroei.

Ook zijn we van mening dat deze instabiele context, die naar verwachting enige tijd zal aanhouden, vraagt om een strategie die gebaseerd is op een robuuste portefeuillesamenstelling, gericht op solide bedrijven die voor de rest van de cyclus duidelijke groeivoorzichten bieden, aangevuld met een actief beheer van de aandelenblootstelling.

Obligaties

Het feit dat deze nieuwe variant van het coronavirus een bedreiging vormt voor de economische cyclus, heeft een versterkend effect op de rentedaling – een verschijnsel dat al een aantal jaren geleden begonnen is. Terwijl de lange rente een historisch laagterecord heeft bereikt, hebben de markten al ruimschoots ingeprijsd dat de centrale banken maatregelen zullen nemen. Men gaat uit van meerdere renteverlagingen en de verwachting is dat daar de komende weken al mee wordt begonnen. Om die reden hebben wij gekozen voor een tactisch beheer van onze blootstelling aan staatsobligaties van kernlanden, die door beleggers als een veilige haven worden beschouwd. We hebben dit gerealiseerd door de gevoeligheid van onze portefeuille voor Duitse en Amerikaanse staatsobligaties tijdens de verslagperiode geleidelijk te verhogen. Aangezien de staatsobligatiemarkten vaak ver vooruitlopen op de gang van zaken, gaan we hier nog enige tijd mee door. Ten aanzien van staatsobligaties van niet-kernlanden hebben we gezien de rentedaling besloten om onze blootstelling aan de zogenaamde perifere landen geleidelijk te verlagen.

Op de bedrijfsobligatiemarkten, die tot dusver redelijk buiten schot zijn gebleven, beginnen de kredietspreads te dalen; daarom richten we onze beleggingen nog steeds op specifieke emittenten en emissies en blijven we ons over het algemeen voorzichtig opstellen ten aanzien van het globale risico van deze markten. Hetzelfde geldt voor de obligatiemarkten van opkomende landen, waar de sinds begin dit jaar opgelopen risicopremies over het algemeen werden gecompenseerd door de lagere rente. De indexen van staats- en bedrijfsobligaties van opkomende landen hebben dan ook goed gepresteerd en zijn daardoor kwetsbaar geworden.

Valuta's

De dollar wordt sinds het begin van het jaar positief beïnvloed door een kapitaalinstroom naar Amerikaanse activa, afkomstig van buitenlandse beleggers; doordat Amerikaanse staatsobligaties aantrekkelijk zijn dankzij hun status van veilige haven en de dynamiek van de Amerikaanse economie, blijft de munt stijgen.

We denken dat deze ontwikkeling de komende maanden zou kunnen veranderen. Ten eerste is de rente op Amerikaanse staatsobligaties al dermate gedaald dat ze in relatief opzicht minder aantrekkelijk zijn geworden. Ten tweede is de Amerikaanse Federal Reserve de centrale bank die over het grootste arsenaal beschikt voor een verruimend monetair beleid. Op dat gebied zou de bank dus verdergaande maatregelen kunnen nemen dan haar Europese en Aziatische tegenhangers, met een daling van de dollar tot gevolg.

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 gedeponeerde 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.