



Een beheer op basis van sterke overtuigingen

December 2019



Auteur(s)
Didier Saint-Georges

Gepubliceerd

3 December 2019

Lengte

9 minuten leestijd

Enkel voor professionele beleggers.

Dit document is niet bestemd voor Belgische privé-beleggers.

Beleggers maken zich zorgen over de toestand van de wereldeconomie. Dit bleek afgelopen zomer uit de ontwikkeling van de obligatierente, die opnieuw instortte, en de beginnende correctie op de aandelenmarkten. Dit najaar reageerden de markten dan ook verheugd op het lang verwachte bericht dat de centrale banken opnieuw steun zullen bieden. 60% van de centrale banken in de wereld hebben in het derde kwartaal hun beleidsrente verlaagd: een synchronisatie die we sinds 2009 niet meer hadden gezien.

In het kader van deze eensgezinde monetaire verruiming heeft de Europese Centrale Bank haar obligatie-inkoopprogramma hervat, voor een bedrag van EUR 20 miljard per maand vanaf 1 november. De Fed is dit jaar weer overgegaan tot het voeren van een verruimend monetaire beleid, na de mislukte normalisering van vorig jaar, door maandelijks USD 60 miljard aan overheidsobligaties op te kopen.

Te midden van dit monetaire wapengekletter vormden de afnemende handelsspanningen tussen China en de Verenigde Staten een katalysator, waardoor de beleggers over de hele linie weer vertrouwen hebben gekregen en het beursjaar en het beursjaar positief kan worden afgesloten kan worden afgesloten. Zo konden de aandelenmarkten uiteindelijk door het glazen plafond breken en de in 2018 opgelopen schade (in één keer goedmaken « **Wegen die nergens naartoe leiden** »).

Als gevolg hebben wij de blootstelling van onze portefeuilles het afgelopen kwartaal verhoogd om te profiteren van deze ontwikkeling. Wij hebben er daarnaast voor gekozen om de samenstelling van onze aandelenportefeuilles, die nadrukkelijk gericht zijn op groei bedrijven met goede vooruitzichten, te handhaven. Deze sterke overtuiging verdient nadere uitleg.

De centrale banken richten zich op de markten

Ten eerste willen we erop wijzen dat de centrale banken door de financialisering van de economie zich zeer direct bekommeren om het goed functioneren van de financiële markten. Dit nog het meest in de Verenigde Staten. Omdat de Amerikaanse consument vandaag meer geld heeft belegd in financiële activa dan vastgoed, streeft de Fed zonder scrupules naar een stijging van de Amerikaanse indexen. Zo is de Federal Reserve een objectieve en trouwe bondgenoot van de markten geworden. De afgelopen goed functionerende markten ondersteunen dus het consumentenvertrouwen en de groei, zij het dat het omgekeerde ook waar kan zijn. Daarom streeft de Fed zonder scrupules naar een stijging van de Amerikaanse indexen. Zo is de centrale bank een objectieve en trouwe bondgenoot van de markten geworden. De afgelopen twaalf maanden leverden hier voor opnieuw het bewijs, voor zover dat nog nodig was: door de daling van de aandelenmarkten zag de Fed zich in 2018 genooddacht om voortijdig een eind te maken aan zijn poging om het monetaire beleid te normaliseren.

Met de centrale banken als beschermheer zitten de aandelenmarkten in de lift. Hierdoor krijgt een logisch herwils meer vertrouwen in de economie, waardoor zich een sectorrelatie ten gunste van de cyclische sectoren voordoet en de rente licht is gestegen. Het directe gevolg van deze herwils is dat beleggers voor 2020 inzetten op een herhaling van de mini-cycli van economisch herstel die we hebben gezien in 2012/2013 en 2016/2017.

We zijn niet overtuigd van het potentieel van de cyclische opleving en mede daarom houden we vast aan onze overwogen positie in kwalitatieve groeiaandelen.



De verboden recessie

Het is geen nieuw fenomeen: sinds een jaar of tien worden, uit angst voor een recessie, krachtige monetaire maatregelen genomen zodra de economie serieus dreigt te vertragen, uit angst voor een recessie krachtige monetaire maatregelen genomen die de markten er weer bovenop helpen. In de loop der jaren zijn veel beleggers economische analyses overigens gaan beschouwen als overbodig of zelfs averechts. Er zijn daarentegen steeds meer technische en kwantitatieve analyses die uitgaan van het principe dat dezelfde economische tegenvallers uiteindelijk altijd dezelfde positieve effecten op de markt hebben.

Die correlatie is in de loop van de jaren zelfs sterker gewonnen. Dankzij de onbegrensde kapitaalinjecties van de centrale banken kon de overmatige schuldenlast van overheden in stand worden gehouden en konden kleine en middelgrote bedrijven, die onder normale financieringsomstandigheden allang zouden zijn bezweken, groeien en blijven investeren in activiteiten die slechts in zeer beperkte mate rendabel zijn. Daardoor wordt een recessie steeds ontoelaatbaarder, omdat er dan in belangrijke onderdelen van de publieke en particuliere sectoren van de grote ontwikkelde economieën een schulden crisis ontstaat. Met recht kunnen de markten er dit jaar dus opnieuw van uitgaan dat de centrale banken (en dit keer ook Donald Trump, die om andere redenen koste wat kost wil voorkomen dat er in 2020 een recessie komt) maatregelen zullen nemen om een zachte landing van de wereldeconomie mogelijk te maken.

Aan deze onverwachte plotwending, waarmee systematisch iedere significante conjunctuurvertraging wordt voorkomen, hangt echter wel een prijskaartje: het draagt bij aan een afname van het groeipotentieel op middellange termijn. De garantie dat de rente altijd heel laag of zelfs negatief zal zijn, stimuleert financiële investeringen ten koste van productieve investeringen en leidt tot hogere schulden. Zo teren we op de toekomstige en nog niet-gerealiseerde groei omdat we iedere vorm van recessie willen voorkomen.

De economische groei wordt structureel zwak, de cycli steeds korter en minder krachtig, en minder bedrijven zijn in deze context in staat hun resultaten duurzaam te laten groeien. Onze voorkeur gaat echter uit naar dit type bedrijf: duurzame groeibedrijven.

Liquiditeitszeepbel

We worden in onze langetermijn-overtuigingen gesterkt door de structurele economische vertraging en de liquiditeitszeepbel

Deze geïnstitutionaliseerde vlucht naar voren heeft geleid tot een soort algemene liquiditeitszeepbel: terwijl de economische groei al tien jaar niet op gang wil komen, zijn alle financiële activa gestaag duurder geworden als gevolg van de renteverlagingen. Het valt nauwelijks te ontkennen dat de wereldwijde markten door deze zeepbel kwetsbaar zijn geworden en dat deze vervreemding van de reële economie zeer ingrijpende maatschappelijke en politieke consequenties begint te krijgen. Maar een andere consequentie, die gunstig is voor onze wereldwijde beleggingsstrategie, is ook het vermelden waard:

Deze zeepbel moet niet worden verward met een speculatieve zeepbel: de markten worden momenteel niet aangedreven door een buitensporig winstbejag, zoals in 2000 en in 2007, maar meer door het feit dat spaarders zich gedwongen zien hun overtollige liquiditeiten op een voor hun acceptabel risiconiveau te beleggen om een redelijk rendement te behalen. Dit blijkt uit de steeds grotere rendementsverschillen op de bedrijfsobligatiemarkt: deze activaklasse blijft profiteren van een positieve kapitaalstroom. Deze is echter steeds meer gericht op emittenten van goede kwaliteit, terwijl in het 'junk-segment' de eerste gevallen van wanbetaling zijn gesignaleerd. Hetzelfde geldt voor de aandelenmarkten, waar de groeiaandelen van zeer goede kwaliteit hun stijgende lijn doortrokken, hoewel er de laatste weken weer enig optimisme heerste over de economische cyclus. Zo bereikten aandelen als Microsoft, Apple, LVMH, Hermès en L'Oréal in november een nieuw historisch hoogtepunt. En zelfs binnen de cyclische sectoren presteren de sectoren die laag gewaardeerd zijn maar te kampen hebben met omvangrijke strategische problemen, zoals de auto-industrie, de bankensector en de traditionele detailhandel, nog altijd aanzienlijk zwakker dan meer robuuste cyclische sectoren, zoals halfgeleiders en elektronische onderdelen.

Deze liquiditeitszeepbel, zelfs wanneer deze aanhoudt en die de financiële markten steeds meer vervreemdt van de economische realiteit, heeft geen nadelige gevolgen voor het koersverloop van bedrijven met superieure resultaten. In tegendeel.

Teruglopende winsten

De structurele vertraging, die gepaard gaat met economische mini-cycli, zet de economische rentabiliteit van bedrijven logischerwijs steeds meer onder druk, ook in de Verenigde Staten. Door te goochelen met financiële constructies en aandeleninkoopprogramma's zijn de grote beursgenoteerde bedrijven er tot nu toe in geslaagd dit fenomeen te camoufleren. De winst per aandeel van bedrijven uit de S&P 500 ligt nog steeds heel dicht in de buurt van hun historisch hoogtepunt.

Maar uit de landelijke statistieken blijkt dat de winstgroei van Amerikaanse niet-financiële ondernemingen (gepubliceerd door het 'Bureau of Economic Analysis') al tien jaar een dalende trend vertoont. In oktober is dat cijfer zelfs gedaald tot -4,9%, tegenover -1,1% in september. Volgens de gegevens van Eurostat doet zich in Europa een vergelijkbaar fenomeen voor. In China overheerst dezelfde trend. De in november gepubliceerde statistieken bevestigen dat de winsten in de industrie sinds het begin van het jaar zijn gedaald (-10% in oktober, na -5% in september en -2% in augustus).

Het vermogen van een bedrijf om door de cycli heen zijn marge te behouden maakt dus meer dan ooit het verschil en is een reden te meer om vast te houden aan onze beleggingsstijl.



Verder vooruit kijken

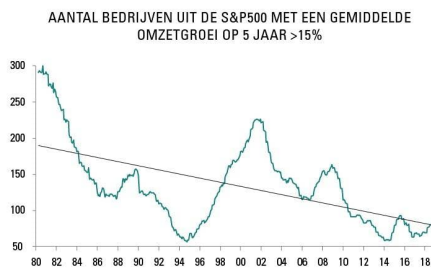
Door de technologische revolutie ontstaan er enorme beleggingskansen

Wij geloven heilig dat het selecteren van bedrijfsmodellen die in staat zijn hun winstgevendheid gedurende vijf tot tien jaar sterk te laten groeien de beste manier is om op lange termijn goed te presteren.

Dergelijke modellen zijn niet afhankelijk van een positieve trend in de waarderingen (ze zijn zelfs bestand tegen dalende waarderingsratio's!) en ze hebben zich perfect aangepast aan een omgeving van zwakke cycli en een over het algemeen matige economische groei. We zijn ervan overtuigd dat de impact van de huidige technologische revolutie vergelijkbaar is met die van de industriële revolutie van de 19e eeuw en dus enorme kansen schept voor bedrijven die de toepassingen ervan te gelde weten te maken.

Daarbij denken we onder meer aan de opmars van artificial intelligence door de explosieve groei van bruikbare databases, die weer in de hand gewerkt wordt door de grootschalige verkoop van smartphones. Kunstmatige intelligentie staat nog in de kinderschoenen, bijvoorbeeld op het gebied van 'virtual reality'-software, die op zijn beurt aanzienlijke mogelijkheden biedt bij videospelletjes (waarvan het gebruik in sociale media explosief is toegenomen), maar ook in de gezondheidszorg, het onderwijs en ingrijpend veranderende consumptie- en communicatiepatronen.

Aan de hand van een zeer rigoureuze analyse kunnen al deze gevolgen van de huidige technologische revolutie worden vertaald in aantrekkelijke beleggingsopportuniteiten op lange termijn. Dat is precies de overtuiging waarop onze beleggingsstijl is gebaseerd.



Bron: Carmignac, Bloomberg, 29/11/2019

Beheer van marktrisico's en langetermijnovertuigingen op elkaar afstemmen

Precies een jaar geleden sloten we onze Note af met de volgende woorden: " op een gegeven moment zullen de centrale banken gedwongen zijn de witte vlag te hijsen en hun normaliseringsbeleid te beëindigen. Wanneer het zover is, zal het vooruitzicht op een terugkeer van een reflatoir beleid risicovolle activa in de kaart spelen". Tot ieders verbazing werd die capitulatie een maand later aangekondigd, waarna 2019 een uitstekend jaar voor alle activaklassen bleek.

2020 zal ongetwijfeld een ander beeld te zien geven, omdat het hernieuwde optimisme de waarderingen van risicovolle activa heeft opgestuwd tot niveaus die weinig ruimte laten voor teleurstellingen. Hoewel het er niet naar uitziet dat de 'algemene zeepbel' binnenkort zal barsten, lopen de markten een veel groter gevaar mocht het misgaan. De herpositionering van beleggers op een conjunctuurherstel in 2020 veronderstelt dat de Amerikaanse consumptie en de bedrijfswinsten niet teleur zullen stellen (terwijl de financieringsvoorwaarden ongunstiger worden en de banengroei afzwakt). Een dergelijke positionering gaat er ook van uit dat de eerdergenoemde 'teruglopende winsten' geen stress op de kredietmarkten zullen veroorzaken. Optimisten gaan ervan uit dat de onzekerheid op handels-, politiek en geopolitiek vlak blijvend zal afnemen. We betwijfelen ten zwaarste of een dergelijke verbetering zich over de hele linie zal voltrekken, en het beheer van de marktrisico's zou in 2020 een belangrijke factor kunnen worden mochten we in zwaar weer terecht komen. Maar naast dit actieve beheer van de 'bèta' wordt het resultaat van onze portefeuilles nog steeds hoofdzakelijk bepaald door de aanzienlijke hoeveelheid 'alfa' die we op de aandelen-, staatsobligatie- en bedrijfsobligatiemarkten genereren. In deze context is onze strategische voorkeur voor groeiaandelen met zeer duidelijke vooruitzichten een belangrijke rendementsbron die naar onze mening te verkiezen is boven winstbejag op korte termijn.

Bron: Carmignac, Bloomberg, 29/11/2019

Beleggingsstrategie

Aandelen

De kapitaalstroom naar de aandelenmarkt is licht gestegen. Blijkbaar hopen beleggers niet alleen op een nieuw sprookje met verruimingsgezinde centrale banken en aanzienlijke liquiditeitsinjecties, maar ook dat de groei zich op een laag niveau gaat stabiliseren en dat alle onzekerheid zal verdwijnen. In deze context deden de aandelenmarkten het als geheel beter dan de obligatiemarkten. De Amerikaanse aandelen gingen aan kop, vooral dankzij de sectoren technologie (+5,4%) en gezondheidszorg (+7,4%), die tot de kern van onze allocatie behoren. Hetzelfde geldt voor Europa, waar de beste prestaties afkomstig waren van groei- en kwaliteitsaandelen. De aandelenmarkten van opkomende landen blijven voorsnog achter, met name in Latijns-Amerika (waaraan wij slechts in beperkte mate zijn blootgesteld) en China (waar wij onze blootstelling hebben verhoogd), als gevolg van de bijzonder heftige protestacties.

We hebben onze relatief hoge blootstelling aan aandelen gehandhaafd omdat de technische factoren van deze markten (positionering, liquiditeit en risicopremies) nog steeds gunstig zijn. Onze positionering op deze markten blijft gericht op aandelen met aantrekkelijke groeivoorzichten die relatief onafhankelijk zijn van de economische cyclus. Dat is met name het geval in de Verenigde Staten, waar de groei- en winstvoorzichten over het algemeen beter zijn, hoewel de waarderingen boven het langetermijngemiddelde liggen. Maar ook in Europa. Al moeten we er voorsnog niet te veel op rekenen dat de bedrijven die daar actief zijn zullen profiteren van de economische groei in de regio. Bij de opkomende landen is onze positionering hoofdzakelijk gericht op gebieden en economische sectoren die de beste voorzichten bieden (de binnenlandse groei, met name in Azië). Zo hebben we onlangs een positie geopend in het grootste financiële concern van China (Ping An), dat bijzonder vooruitstrevend is op technologisch gebied, met name als het gaat om het verzamelen en verwerken van gegevens. De groeivoorzichten van het bedrijf zijn positief, met name binnen de verzekeringstak, en door de zwakke prestaties van de Chinese aandelenmarkten zijn er bijzonder aantrekkelijke instappunten ontstaan.

Obligaties

Doordat het huidige monetaire beleid gericht is op reflatie en zowel het politieke risico als de angst voor een recessie zijn afgenomen, boekten staatsobligaties met de hoogste rating een negatief resultaat en realiseerden obligaties die het meest gevoelig zijn voor de economische cyclus een outperformance. De kredietreads zijn namelijk kleiner geworden, voornamelijk in Europa en in mindere mate in de Verenigde Staten. Achtergestelde bank obligaties presteerden bijzonder goed dankzij drie positieve factoren die tegelijkertijd optraden: 1) stijging van de langetermijnrente 2) afname van de politieke risico's 3) relatief hoge obligatierente.

De komende maanden zal de rente van de kernlanden uit de eurozone zich naar verwachting binnen een bepaalde bandbreedte ontwikkelen, heen en weer geslingerd tussen enerzijds het opwaartse effect van de verwachte fiscale stimuleringsmaatregelen en oplossing van het handelconflict, en anderzijds de handhaving door de centrale banken van een relatief mild renteklimaat om een zekere financiële stabiliteit te behouden nu de schuldenlast van overheden, bedrijven en huishoudens de pan uit rijst. Tegen deze achtergrond beheren wij de rentegevoeligheid van de portefeuilles op actieve en tactische wijze.

Het huidige klimaat van langdurig lage rente blijft gunstig voor carry-strategieën. Nu obligaties relatief duur zijn, hanteren we op de kredietmarkt echter bijzonder strenge selectiecriteria. Hetzelfde geldt voor de markt voor zogeheten 'perifere' staatsobligaties, waar we met name winst hebben genomen op onze posities in Italië. Het politieke risico zal er mogelijk weer toenemen nu de onenigheid binnen de huidige coalitie steeds meer op de voorgrond treedt. We hebben posities geopend in Roemeense staatsobligaties in euro, die een rating hebben van BBB- en een rendement bieden van 3,35% (looptijd 30 jaar). Gezien de risico's en kerncijfers, die we duidelijk in kaart hebben gebracht, achten we dit rendement - in absoluut opzicht - aantrekkelijk.

Valuta's

Na een korte terugval in de loop van oktober is de dollar gestaag gestegen. Hoewel de Amerikaanse economie vertraagt, is het nog steeds de meest dynamische economie van de wereld, waardoor de dollar beter presteert dan de andere valuta's, met name de euro. Ook het Britse pond hield goed stand, doordat de partij van Boris Johnson volgens de opiniepeilingen op een comfortabele zege afstevent. Daardoor is de kans toegenomen dat zijn brexitakkoord door het Britse parlement wordt goedgekeurd, ondanks de zeer krappe deadline voor de onderhandelingen over een vrijhandelsakkoord (december 2020), waaraan de Britse premier heeft toegezegd zich te zullen houden.

De Zuid-Amerikaanse valuta's blijven het grootste zorgkind. Zo onderging de Chileense peso een scherpe correctie als gevolg van de spanningen in het land. We denken dat er hierdoor aantrekkelijke instappunten ontstaan om te beleggen in een land waarvan het begrotingsbeleid tot de meest gedisciplineerde van het continent behoort en waar de pro-actieve centrale bank een negatieve reële rente hanteert, wat de economie van het land naar verwachting zal stimuleren.

Ten aanzien van de Amerikaanse dollar blijven we ons voorzichtig opstellen omdat we van mening zijn dat de munt overgewaardeerd is. Blijkbaar zal de dollar pas gaan dalen als de Fed haar beleid verruimt. Mogelijk gaat dat gebeuren als de Amerikaanse economische cijfers over het eerste kwartaal van 2020 tegenvallen, zoals we verwachten.

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 gedeponerd 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.