



## Wat houdt risicobeheer in?

Juli 2016



Auteur(s)  
Didier Saint-Georges

Lengte  
7 minuten leestijd

*Enkel voor professionele beleggers...*

*...Dit document is niet bestemd voor Belgische privé-beleggers.*

### Een beheer zonder durf levert geen rendement op, terwijl een beheer zonder discipline gevaarlijk is

Beleggers voelen zich met name ongemakkelijk als zij hun spaargeld moeten beschermen tegen de risico's die ontstaan als er verkiezingen worden gehouden. De recente correctie op de markten na het Britse referendum over de beruchte "brexit" illustreerde treffend het gevaar van tweezijdige risico's, zeker wanneer men geen voordeel kan trekken uit een of andere toegevoegde waarde. Omdat het risico van een brexit praktisch was uitgesloten volgens de laatste opiniepeilingen, vertrouwde een zeer groot aantal beleggers immers blindelings op dit zogenaamde bewijs. Daarmee schonden zij in een keer twee elementaire regels van risicobeheer: 1) altijd je eigen mening vormen en de moed hebben om tegen de consensus in te gaan, zeker als die niet unaniem is. 2) je hoeden voor zeer asymmetrische risico's. In het onderhavige geval was het aan het referendum verbonden risico evident: een "Remain"-uitslag zou min of meer een "non-event" zijn geweest, terwijl een verrassende meerderheid vóór "Leave" onvermijdelijk een zeer negatieve impact zou hebben op de markten, hetgeen ook gebeurde.

Deze episode helpt ons er ook aan herinneren dat risicobeheer niet ophoudt als een bepaalde gebeurtenis voorbij is. De markten zijn ontuchtend en hebben een korte episode van speculatiedrift achter zich gelaten. Het gaat er nu om deze nieuwe gebeurtenis mee te nemen in een objectieve risicoanalyse en te beoordelen of de markten deze keer niet verblind waren door een overdreven angst. Want risicobeheer houdt ook in dat men risico's durft te nemen. Vaak door de markt voor te zijn, maar soms ook door zich te vergissen. Meer nog dan een kwestie van technische expertise is risicobeheer vooral een zaak van beoordeling en karakter. Om het beeldend uit te drukken: expertise is de wetenschap dat een tomaat een vrucht is van de familie van de nachtschade-achtigen, wijsheid is dat je een tomaat niet in een fruitsalade stopt.

#### De afzwakking van de wereldwijde groei was al het voornaamste risico voor de markten - de brexit bevestigt deze analyse

De Britse stembusuitslag zou niet zo belangrijk zijn geweest als de wereldeconomie niet zo zwak was. Men moet de verandering in de marktconstellatie voor ogen houden. Al sinds juli 2015 wijzen wij hierop in onze maandberichten ("De grote overgang is begonnen") en in maart ("[De slaapwandelaars](#)") en april van dit jaar ("[Dans op een vulkaan](#)") herinnerden we de lezer er nogmaals aan. De stijging met 70% van de wereldwijde aandelenmarkten tussen 2011 en 2015, terwijl de bedrijfswinsten in die periode ongewijzigd bleven, berustte hoofdzakelijk op geloof. Men gokte dat het slechts een kwestie van tijd zou zijn voordat de bedrijfswinsten zouden verbeteren onder invloed van een meer duurzame wereldwijde groei, die te danken zou zijn aan de niet-aflatende bereidheid van centrale banken om in te grijpen. In dit vertrouwen werd men echter vanaf 2015 allengs beschaamd. Op het moment dat de Amerikaanse centrale bank een einde maakte aan haar derde cyclus van monetaire verruiming, begonnen de bedrijfswinsten over de hele linie in te zakken.

Vanaf dat moment presteerden de aandelenmarkten niet meer zo goed als in het verleden en zakte de lange rente nog verder weg. De geloofwaardigheid van de Japanse centrale bank en de ECB begon vervolgens af te brokkelen, waardoor de zwakke groei (bijna acht jaar na het faillissement van de bank Lehman Brothers zijn er in de eurozone nog altijd 4,5 miljoen meer werklozen dan in 2007) nog kwetsbaarder werd voor externe schokken. Er hebben zich sindsdien drie "schokken" voorgedaan: de devaluatie van de renminbi in augustus 2015, de ineenstorting van de olieprijs in januari 2016 en de stemming vóór een brexit. Deze schokken vormden elke keer weer een nieuwe bedreiging, waardoor de groei van de wereldeconomie werd gedrukt en de instabiliteit op de markten verder werd aangewakkerd.

## Politieke risico's nauw verweven met economische risico's

Het gebrek aan economische groei begint zichtbare politieke gevolgen te krijgen. Door de stagnatie van de gemiddelde reële lonen sinds 2000 groeit in de Verenigde Staten de populariteit van de populistische en protectionistische standpunten van Donald Trump, zeker nu de Quantitative Easing het meest ten goede blijkt te zijn gekomen aan de meer bemiddelde huishoudens. In Europa hebben de matige economische vooruitzichten een grote rol gespeeld in het onvermogen van David Cameron om de meerderheid van de Britse kiezers ertoe over te halen hun lot te verbinden aan de Europese Unie. Dezelfde oorzaken hebben dezelfde gevolgen: het risico bestaat dat de ontevredenheid door het uitblijven van economische vooruitgang nog verder toeneemt (al in juni 2014 gaven wij onze maandbrief de titel "Het ongelukkige Europa" mee, en in december van hetzelfde jaar de titel "Lost in Stagnation"). De proteststemmen zullen aan kracht winnen tijdens de komende verkiezingen als Europa de weg naar groei niet weet terug te vinden, met als gevolg dat het spook van desintegratie zal opdoemen. Als het de gevaren van een steeds sterkere correlatie tussen politieke spanningen en groeivertraging wil vermijden, zal Europa, en in de eerste plaats Duitsland, zich dus goed moeten realiseren welke risico's er verbonden zijn aan het vasthouden aan een orthodox economisch beleid.

## Zou de brexit-schok vreemd genoeg kunnen werken als een heilzame schoktherapie of zelfs de redding kunnen brengen?

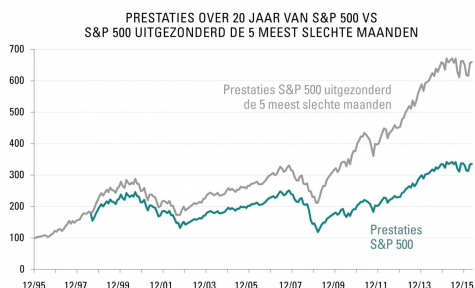
Het wordt immers aannemelijk dat de markten zich gaan positioneren voor de volgende fase, waarin zowel conventioneel als niet-conventioneel monetair beleid als ondoelmatig zal worden bestempeld, in de verwachting dat fiscale stimuleringsmaatregelen, die tot nu toe "onmogelijk" werden geacht met het oog op de staat van de overheidsfinanciën, steeds meer ingang zullen vinden. En wat de politiek betreft, zou de "traditionele" politieke klasse, die het gevaar heeft geroken, in staat zijn een onverwachte opleving te creëren? In elk geval zouden gematigde kiezers die zich laten verleiden door de retoriek over een breuk, beter kunnen inzien hoe gevaarlijk het is om met vuur te spelen door te kijken naar de politieke en zelfs economische crisis die Groot-Brittannië zich op de hals heeft gehaald.

Ook de openlijke capitulatie van Boris Johnson enkele dagen na de "triomf" van zijn "Leave"-campagne zou de geesten kritischer kunnen stemmen ten aanzien van de ongehoord demagogische argumenten. Vanuit dit perspectief zijn de zwakker dan verwachte resultaten van de beweging Unidos Podemos in de laatste Spaanse algemene verkiezingen, die onmiddellijk na de bekendmaking van de uitslag van het brexit-referendum werden gehouden, bemoedigend. Intussen is het niet erg waarschijnlijk dat de steun van de centrale banken wordt gehandhaafd, laat staan op korte termijn wordt uitgebreid. De Bank of England heeft dit al laten weten en in de Verenigde Staten zal de Fed nu waarschijnlijk nog meer aarzelen om over te gaan tot verkrapping van zijn monetair beleid.

## Voorrang voor evenwicht in de portefeuilles

Het toegenomen risico van een vertraging van de groei van de wereldeconomie is voor ons een reden om de algemene opbouw van onze portefeuilles ongewijzigd te laten. De geografische spreiding en de evenwichtige verdeling over bedrijven met goed voorspelbare resultaten, bedrijfsobligaties van Europese banken, goudaandelen, vluchtvaluta's en Amerikaanse staatsobligaties, die hun rol tijdens de terugval van de markten op 24 juni perfect hebben gespeeld, zullen worden gehandhaafd. De instabiliteit van de markten, die nu al drie keer is aangetoond en in overeenstemming is met onze verwachtingen, sterkt ons voorts in onze keuze voor een zeer actief beheer van onze blootstelling teneinde optimaal te profiteren van tijdelijke marktschommelingen.

Gelet op de huidige rente van 0% of lager is het meer dan ooit bedrieglijk te beweren een positief rendement op lange termijn te kunnen genereren zonder risico's te nemen. Natuurlijk begint de zoektocht naar rendement met durven en proberen gemiddeld vaker gelijk dan ongelijk te hebben. Ondanks deze evidente vanzelfsprekendheid, is er niets triviaals aan deze lange-termijndoelstelling: onafhankelijke analyses tonen aan dat het percentage goede beslissingen bij het beste lange-termijnbeheer ongeveer 60% bedraagt. Maar niet alle fouten zijn op dezelfde manier ontstaan: zo verloor bijvoorbeeld de S&P 500 index alleen al tijdens de vijf slechtste maanden in twintig jaar 50% van zijn rendement (dat daalde van +560% naar +236%).



Een beheer zonder durf levert geen rendement op, terwijl een beheer zonder discipline gevaarlijk is.

Risicobeheer betekent asymmetrische risico's zorgvuldig in het oog houden en zich voortdurend bewust zijn van de verantwoordelijkheid die u als belegger van de oliën met zich meebrengt. Risicobeheer is gebaseerd op de vrijheid van denken.

Bron : Bloomberg, 07/2016



## Beleggingsstrategie

### Valuta's

De stembusuitslag in het Verenigd Koninkrijk ten gunste van het uittreden uit de Europese Unie heeft schokgolven veroorzaakt in alle markten. Zoals wij hadden verwacht, deden de heftigste schommelingen zich voor op de valutamarkt. Daar daalde het Britse pond aanzienlijk, terwijl de Japanse yen, die zijn rol van vluchtvaluta goed vervulde, minstens zo sterk steeg.

De euro daalde weliswaar ten opzichte van de dollar na het Britse referendum, maar over de hele maand gerekend bleef de euro relatief stabiel ten opzichte van de Amerikaanse munt. Tegen deze achtergrond leverde onze evenwichtige, maar actieve valutastrategie, gekenmerkt door long-posities op de Japanse yen en afdekkingposities op het Britse pond, een positieve bijdrage aan het risicobeheer en kwamen wij deze volatiele periode goed door.

### Obligaties

Staatsobligaties van veilige havens, onder meer Amerikaanse, Duitse en Japanse, vervulden hun rol optimaal na het brexit-referendum, met rentedalings in de orde van grootte van 10 à 30 basispunten. In de overige markten voor staatsobligaties deden zich overigens geen spanningen van betekenis voor. De rente op staatsobligaties van de perifere Europese landen bleef dan ook ruim onder het niveau van begin dit jaar. Nog mooier is dat de rente op staatsobligaties van opkomende landen als Mexico en Brazilië verder is gedaald.

De bezorgdheid over de groeivoorzichten die door de brexit ontstond, in combinatie met nieuwe aanwijzingen dat de centrale banken klaar staan om de schok op te vangen, zorgde voor een gunstig klimaat voor het hele obligatie-universum. Bijgevolg handhaven wij onze gematigde modified duration en onze gespreide positionering in staatsobligaties van perifere Europese landen, bedrijfsobligaties en staatsobligaties van opkomende landen.

### Aandelen

Na ten onrechte een "Remain"-uitslag in het Verenigd Koninkrijk te hebben verwacht, vielen de aandelenmarkten fors terug om uiteindelijk in de laatste dagen van de maand weer wat op te veren. Als gevolg van deze instabiliteit blijft het nettorendement van de markten in de eurozone en Japan, die uiteindelijk met meer dan 7,5% terugvielen, buitengewoon laag. Anderzijds was de Britse markt, die door de daling van het Britse pond over een veiligheidsklep beschikte, een van de meest robuuste markten met een maandstijging van 5%.

Deze schommelingen laten heel duidelijk zien hoe belangrijk het is een evenwichtige portefeuillestructuur te hebben en rekening te houden met valuta's bij het risicobeheer. Dankzij onze positionering in minder conjunctuurgevoelige bedrijven, zoals ondernemingen in de gezondheidssector (het thema "vergrijzing" heeft het grootste gewicht in onze algemene strategie), alsmede de integratie van posities teneinde het totaalrisico in de portefeuilles bij te sturen (zoals onze goudmijnen, die deze maand met meer dan 15% stegen), kon ons op vermogensbehoud gerichte aanpak in deze hectische periode zijn rol vervullen.

### Grondstoffen

**Carmignac Portfolio Commodities** heeft in juni stabiel gepresteerd. In lijn met ons algemene risicobeheer hebben wij aan het begin van de maand onze blootstelling aan goudmijnen vergroot door het aandeel Royal Gold op te nemen in onze portefeuille. Ook hebben wij in de loop van de maand een positie opgebouwd in het olieaandeel ENI.

Tot slot hebben wij de volatilité van de markten benut om de blootstelling van het fonds aan het einde van de maand tegen aantrekkelijke koersen op te voeren.

### Dakfondsen

Onze dakfondsen hebben in juni een stabiel resultaat neergezet. Onze evenwichtige blootstelling was de hoeksteen van ons risicobeheer, zodat de verschillende profiefondsen in staat waren de volatilité van de markten op te vangen.

### 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.