



## Welke beleggingsaanpak biedt in 2020 de beste kansen?

Januari 2020



Auteur(s)  
Didier Saint-Georges

Gepubliceerd  
10 Januari 2020

Lengte  
8 minuten leestijd

*Enkel voor professionele beleggers...*

*\_Dit document is niet bestemd voor Belgische privé-beleggers.*

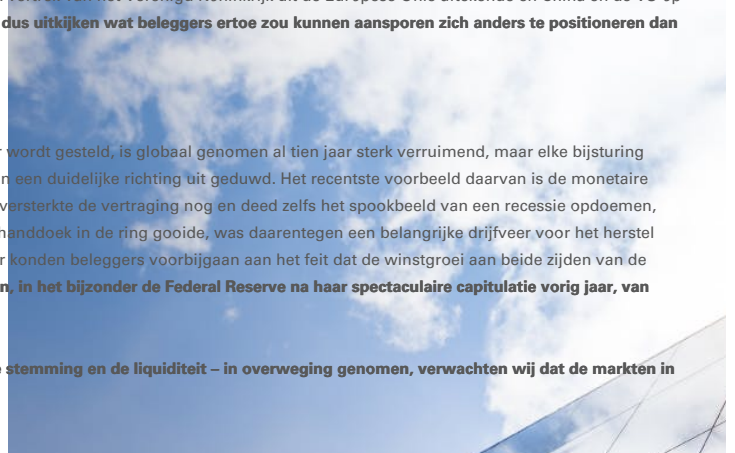
Wie zich afvraagt wat de markten het komende jaar zullen brengen, doet er goed aan even stil te staan bij hoe ze gekomen zijn daar waar ze vandaag staan. **Wat heeft tot in de afgelopen maanden de marktdynamiek bepaald? Het antwoord is – zoals altijd – een samenspel van drie belangrijke factoren:** de economische realiteit in ontwikkeling, de stemming bij beleggers, die van euforie kan omslaan in paniek en tot uiting komt in hun positionering, en tot slot veranderingen in de beschikbare liquiditeit die hun weerslag vinden in de marktcoersen.

**De economische realiteit** is er al een tiental jaar één van globaal genomen zwakke, maar positieve groei, die zich moeizaam herstelt van de grote schok van de crisis in 2008, gevolgd door die van 2011 in Europa, opgeluisterd door tussentijdse minicycli. Die deden zich voor tijdens het korte herstel in 2012-2013, waarna een terugval volgde in 2014-2015, opnieuw gevolgd door een opleving in 2016-2017 en alweer een vertraging in 2018-2019. **De hamvraag is dan ook of er in 2020 een miniherstel komt, of dat de vertraging zich daarentegen doorzet.**

**De stemming bij beleggers** weerspiegelde natuurlijk deels hoe zij die economische minicycli en de gevolgen van het monetair beleid beleefden, maar werd ook beïnvloed door de sterk wisselende politieke onzekerheid. De start van het agressieve handelsbeleid van Donald Trump en de groeiende dreiging van een harde brexit deden beleggers eind 2018 in paniek slaan. Die vrees is in 2019 langzaam weggeëbd toen de monetaire verkrapping werd gestaakt, maar maakte pas echt plaats voor optimisme aan het eind van het jaar, toen de monetaire verruiming in de Verenigde Staten de facto werd hervat, zich een geordend vertrek van het Verenigd Koninkrijk uit de Europese Unie aftekende en China en de VS op het punt stonden een eerste stap richting een handelsakkoord te zetten. **Voor 2020 is het dus uitkijken wat beleggers ertoe zou kunnen aansporen zich anders te positioneren dan vandaag.**

**Het monetair beleid**, tot slot, met andere woorden de mate waarin liquiditeit beschikbaar wordt gesteld, is globaal genomen al tien jaar sterk verruimend, maar elke bijsturing heeft, zoals te verwachten was, een belangrijke rol gespeeld in de minicycli en de markten een duidelijke richting uit geduwd. Het recentste voorbeeld daarvan is de monetaire verkrapping die de Fed in 2018 aanvatte, tegen een vertragende wereldeconomie in. Die versterkte de vertraging nog en deed zelfs het spookbeeld van een recessie opdoemen, waardoor de aandelenmarkten in zwaar weer terechtkwamen. Dat de Fed begin 2019 de handdoek in de ring gooide, was daarentegen een belangrijke drijfveer voor het herstel van de aandelenmarkten in het afgelopen jaar, die stelselmatig aan kracht won. Daardoor konden beleggers voorbijgaan aan het feit dat de winstgroei aan beide zijden van de Atlantische Oceaan amper winstgroei was. **In 2020 zal de houding van de centrale banken, in het bijzonder de Federal Reserve na haar spectaculaire capitulatie vorig jaar, van kapitaal belang zijn.**

**De vooruitzichten voor die drie factoren die de markten bepalen – de reële economie, de stemming en de liquiditeit – in overweging genomen, verwachten wij dat de markten in 2020 een positief, maar mogelijk grillig verloop zullen vertonen.**



## Tegenwind voor conjunctuurherstel

### We vinden onze beleggingskansen in aandelen vandaag in toenemende mate in China

De economische cijfers waarover we zo vroeg in het jaar beschikken, sterken ons in het geloof dat de groei in de twee grootste drijvende krachten achter de wereldeconomie nog steeds op een laag pitje staat.

**In China** wijzen de recentste indicatoren van de binnenlandse economie van december (de inkoopmanagersindices en hun componenten) nog steeds op een gematigde vertraging in de dienstensector, maar een gevoelige achteruitgang van de bouwsector. De investeringsplannen van bedrijven blijven bescheiden en de signalen dat de bedrijfswinsten zouden versnellen zijn omgeslagen. Er is nog geen sprake van achteruitgang, maar eerder van een voorzichtig stabiliserende groei van de Chinese economie – voldoende om Aziatische en Europese bedrijven ertoe aan te sporen op korte termijn hun voorraden weer op te bouwen, maar te weinig om een duurzaam wereldwijd herstel op gang te brengen. Dat mag ook niet verrassen: Peking doet vandaag heel wat minder moeite om de economie weer aan te zwengelen dan in 2016. De Chinese overheid en de Chinese centrale bank hebben ditmaal niet gekozen voor de vlucht vooruit met grootschalige begrotingsstimuli of een monetair beleid op westerse leest. De sterk stijgende private schuld indijken en stabiele kapitaalstromen garanderen zijn twee strategische doelstellingen die van Xi Jinping voorrang krijgen op groeiherstel. Het handelsakkoord met de Verenigde Staten zal daarbij helpen en doet de Chinese valuta wellicht hoger koersen. We vinden onze beleggingskansen in aandelen vandaag dan ook in toenemende mate in China.

**In de Verenigde Staten** wordt als gevolg van de financïalïsering van de economie het vertrouwen van de bevolking verder aangewakkerd dankzij de sterke stijging van de S&P 500-aandelenindex eind vorig jaar, die grotendeels door de Fed werd tweegebracht. Daardoor blijft de consumptie de groei onverminderd aanzwengelen. In combinatie met klassieke voorraadopbouw kan dat volstaan om 2020 onder een gunstiger economisch gesternte aan te vatten. Dat tijdelijke welvaartseffect verandert echter niets aan het groeipotentieel van de Amerikaanse economie, dat bij gebrek aan voldoende productiviteitswinst volgens ons niet meer dan 2% bedraagt. Net zoals in China blijkt uit de recentste indicatoren van begin dit jaar een aanhoudende zwakte in de Amerikaanse industrie (de ISM-index voor de verwerkende industrie daalde in december opnieuw, van 48,1 in november naar 47,2). Die dreigt nu ook de dienstensector, die tot dusver goed heeft standgehouden, te besmetten. Een gunstig basiseffect en het verminderende risico op een escalatie van de handelsoorlog kunnen er wellicht voor zorgen dat de industriële cyclus wereldwijd stabiliseert en zelfs licht aantrekt. We lijken

In Europa profiteert de economische activiteit op korte termijn wellicht van die opleving, maar kampt ze evenzeer met zware groei- en winstproblemen voor de verwerkende industrie. De eurozone bleef in december steken op 46,7 en wijst dus op recessie). Vanwege dat vooruitzicht handhaven wij in onze aandelenportefeuilles een overweging in groeibedrijven met goed te verwachten resultaten (zie Carrignac's Note van december, **Een beheer op basis van sterke overtuigingen**).

### Richtingloze beleggers

Net nu beleggers dankzij de monetaire steun en het wegebben van de doemscenario's opnieuw de weg naar aandelen gevonden hebben, doet de regering-Trump in het Midden-Oosten met een zeker niet risicoloze politieke gok een nieuwe bron van onzekerheid ontstaan. Terwijl stappen met Verenigd Koninkrijk en de Europese Unie binnenkort met een strak tijdschema handelsgesprekken aan en staat tussen China en de VS een tweede onderhandelingsronde op stapel, bovendien zullen de verkiezingen in de VS binnen afzienbare tijd duidelijk maken wie het tegen Donald Trump zal opnemen in de presidentsverkiezingen van november, een cruciale afspraak voor de markten.

Er zijn in 2020 dus verschillende gelegenheden waarbij de betere stemming bij beleggers, die vorig jaar een belangrijke rol speelde in de stijging van de markten, averij kan oplopen. Wij denken dat doordacht beheer van de bèta van de portefeuilles, dat wil zeggen de mate waarin zij zijn blootgesteld aan de marktrisico's, belangrijker zal worden dan in 2019 om rendement te genereren.

### Centrale banken: schipperen tussen actief ingrijpen en roekeloos gedrag onttraden

### Mogelijk betaalt de dollar de tol van de vlucht vooruit van de Amerikaanse centrale bank

Niet alleen heeft de ECB haar aankoopprogramma voor obligaties hervat, ook de Federal Reserve heeft zich in 2019 van haar meest activistische kant laten zien: sinds september vorig jaar pompte de Fed met haar aankopen van staatsobligaties al ruim 400 miljard dollar in het Amerikaanse financiële stelsel. Daarmee groeide haar balans even snel aan als tijdens het hoogtepunt van de financiële crisis zeven à acht jaar geleden. De facto gaat het wel degelijk om monetaire verruiming, waardoor in minder dan vier maanden de helft van de verkrapping sinds begin 2018 ongedaan is gemaakt.

De technische omstandigheden rond die massale ingreep van de Fed op de interbancaire financiering in de VS zijn complex. Duidelijk is wel dat er een verband moet zijn met de gebrekkige reserves op de balansen van Amerikaanse banken in het licht van hun reglementaire verplichtingen, terwijl de Amerikaanse schatkist een tekort van meer dan 1.000 miljard dollar moet financieren door obligaties uit te geven en de sterke Amerikaanse munt die schuldbewijzen voor buitenlandse beleggers weinig aantrekkelijk maakt. **Of die massale liquiditeitsinjecties blijven duren, is een van de grote vraagstukken voor de markten in 2020.**

In dat verband zijn de in de eerste helft van dit jaar te verwachten conclusies van de strategische doorlichting van het monetair beleid die de Fed vorig jaar gestart is, uitermate belangrijk. De Fed staat zeker niet te springen om haar geïsoleerde onafhankelijkheid op te geven door er openlijk mee in te stemmen de olopende Amerikaanse staatschuld als gevolg van het begrotingsbeleid van de regering-Trump te monetiseren – lees: rechtstreeks te financieren. De twee afgelopen jaren hebben echter, voor zover dat nog nodig was, bevestigd dat het voor de Fed technisch onmogelijk is om de steun aan de markten af te bouwen zonder hevige turbulentie te veroorzaken. De inflatieverwachtingen blijven bovendien laag en geven de Fed dus veel bewegingsruimte. **Het wankelende evenwicht tussen actief de economie ondersteunen en de wens er niet van beschuldigd te worden roekeloos gedrag aan te moedigen, wordt in 2020 wellicht moeilijker vol te houden. Mogelijk betaalt de Amerikaanse dollar daarvan de tol.** Om ons tegen dat risico te beschermen, dekken we al enkele maanden het wisselkoersrisico van onze in Amerikaanse dollar luidende activa af.

BALANS VAN DE FED (IN AMERIKAANSE DOLLAR)



Bron: Bloomberg, 01/2010

## Conclusie

Onze analyse van het samenspel van de drie belangrijke drijfveren van de markten schetst voor 2020 een veel minder binair plaatje dan de afgelopen twee jaren. Beleggers vatten 2018 aan met een zeer optimistische positionering, met klaarblijkelijk weinig oog voor de gevaren van de aangekondigde monetaire verkrapping voor al vertragende economieën. 2019 begon dan weer onder extreem pessimisme, wat een gunstige asymmetrie van de marktrisico's liet vermoeden. Dat vermoeden werd al snel bevestigd toen het Amerikaanse monetair beleid een ommezwaai maakte en vervolgens de politieke risico's afnamen.

**Vandaag is er van een dergelijke polarisering geen sprake. De markten zitten nog in de roes van de eindejaarsrally en worden daardoor steeds kwetsbaarder voor ongelukkige beleidsbeslissingen, ook, maar niet alleen, op monetair vlak. Daarom denken wij dat het dit jaar, in tegenstelling tot in 2019, niet zozeer zaaks zal zijn op trends in te spelen dan wel een echt actief beheer te voeren.**

Bron: Carmignac, Bloomberg, 31/12/2019

## Beleggingsstrategie

### Aandelen

2019 was een jaar waarin de aandelenmarkten vele records hebben gebroken, vooral in de Verenigde Staten. Doordat de centrale banken de geldkraan weer opendraaiden, konden de markten zich op spectaculaire wijze herstellen van de zeer teleurstellende prestaties van 2018. De technologische sector kwam als grote winnaar uit de bus en daarvan profiteerden ook onze aandelenportefeuilles. In de laatste maanden van het jaar veerden conjunctuurgevoelige aandelen op dankzij de afname van de politieke onzekerheid over de handelsoorlog en de brexit, en de stabiliserende macro-economische indicatoren.

Hoewel we aan het begin van 2020 onze hoge aandelenblootstelling handhaven, hebben we de structuur van onze portefeuilles licht gewijzigd om ons aan te passen aan een aandelenmarkt waarop effectselectie een belangrijke rendementsbron blijft. We hebben dan ook opnieuw winst genomen op de posities die de hoogste bijdrage leverden, zoals Tiffany en Costco. Daarnaast blijven we onze posities uitbreiden in sectoren en regio's als gezondheidszorg en betaalsystemen, die volgens ons goed voorspelbare resultaten hebben en waarop we ons fundamentele onderzoek toespitsen. Een voorbeeld daarvan is Stryker, een specialist in medische technologie die we aan de portefeuille hebben toegevoegd. Het bedrijf profiteert vooral van de lage penetratiegraad van chirurgische robots, met name op orthopedisch gebied. Daarnaast hebben we Safran, een industrieel kwaliteitsaandeel, en de bank Unicredit toegevoegd om de conjunctuurgevoeligheid van onze portefeuille selectief te vergroten. Deze effecten vormen een aanvulling op de indexposities die we enkele maanden geleden hebben ingenomen op Europese banken en de Chinese en Koreaanse markt, en die meer van tactische aard zijn. Deze beleggingen hadden tot doel onze posities in bedrijven met goed voorspelbare resultaten en onze cyclische beleggingen tijdens de eindejaarsrally meer in evenwicht te brengen. Gezien de veranderlijke macro-economische en politieke context en de dure waardering van de meeste indices, zal het noodzakelijk zijn de aandelenblootstelling in 2020 flexibel te beheren.

### Obligaties

In 2019 is door de gelijktijdige versoepeling van het monetair beleid door centrale banken over de hele wereld de rente overal gedaald. Staatsobligaties van de zogeheten 'perifere landen' en 'semi-kernlanden' in de eurozone en onze selectieve aanpak van de bedrijfsobligatiemarkt tekenden in onze portefeuilles afgelopen jaar voor het leeuwendeel van het rendement. In december veerden door de afnemende politieke risico's en de stabiliserende economische indicatoren conjunctuurgevoelige activa echter op, waardoor staatsobligaties van de kernlanden onder druk kwamen te staan.

Begin 2020 blijft voor obligatiebeleggers de zoektocht naar rendement in een markt met nog steeds relatief hoge waarderingen prioritair. Snel kunnen schakelen tussen regio's en segmenten wordt wellicht bepalend om in 2020 succes te boeken met obligatiebeleggingen. Onze rentegevoeligheid is begin dit jaar hoofdzakelijk gespreid over staatsobligaties uit de perifere eurolanden en gerichte posities in bedrijfsobligaties en obligaties uit de opkomende landen. In Europa, waar het renteklimaat nog steeds gekenmerkt wordt door verregaande financiële repressie, blijven we de voorkeur geven aan activa met een aantrekkelijke carry, bijvoorbeeld in Italië en Griekenland. Op de bedrijfsobligatiemarkt verminderen we het directionele risico door onze posities af te dekken met CDS'en en te kiezen voor specifieke kansen, in het bijzonder in het hoogrentende segment. In de opkomende landen hebben we onze blootstelling selectief opgetrokken en gespreid over obligaties in lokale valuta's (Chili, Indonesië) en obligaties in harde valuta's (Roemenië, Turkije). In de Verenigde Staten, tot slot, bieden staatsobligaties nog steeds een asymmetrisch risico doordat inflatoire druk uitblijft en de Federal Reserve zich genoodzaakt ziet een verruimend beleid te blijven voeren. Wij geven de voorkeur aan korte looptijden (drie tot vijf maanden).

### Valuta's

Ondanks verschillende pogingen tot wederopstanding van de euro kwam in 2019 uiteindelijk de dollar als winnaar uit de bus. Het rente- en groeiverschil speelde nog steeds in het voordeel van de Amerikaanse munt en ook de laattijdige verruiming van het monetair beleid door de Fed was gunstig voor de dollar. Niettemin heeft de euro in december wat terrein goedgehaakt toen de verminderende handelsspanningen en de afgenomen onzekerheid over de brexit conjunctuurgevoelige activa deden opleven. Voor 2020 verwachten wij dat de euro in waarde kan stijgen, terwijl de dollar met verzwakkende fundamentele factoren kampt en nog steeds duur gewaardeerd is. Volgens onze analyses zal de Amerikaanse economie namelijk verder vertragen en zal de Federal Reserve gedwongen zijn om gezien de torenhoge private en staatschulden een verruimend monetair beleid te blijven voeren.

Ook Aziatische valuta's kunnen een aantrekkelijke kans bieden om op een mogelijke verzwakking van de dollar en de betere handelsrelaties in te spelen. De Japanse munt, tot slot, blijft interessant als tegenwicht in de portefeuille voor enkele van onze beleggingen in risicovolle activa, vooral in Europa.

**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 gedeponeed 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.

