

BELEGGEN

Marktoverzicht

Door Marc Danneels (Chief Investment Officer)
en Yves Kazadi (Senior Analyst)



Het jaar van de Rat verstoord door een Zwarte Zwaan

Het sterke beursjaar in 2019 eindigde ook in geopolitiek en economisch opzicht op een positieve noot: er waren immers signalen dat er voor het handelsdispuut tussen China en de Verenigde Staten een oplossing kon gevonden worden, en er was een voorzichtige positieve kentering merkbaar in macrodata.

Dat hernieuwd enthousiasme in het begin van 2020, het Chinees Jaar van de Rat, was slechts van korte duur. Eerst zette in datzelfde China het Covid-19 virus een rem op de economische activiteit, en vervolgens verspreidde het virus zich in de loop van het eerste semester naar de andere wereldregio's. Er is vooralsnog geen effectief geneesmiddel of vaccin beschikbaar, wat wereldwijd 3 miljard mensen in "lockdown" deed belanden. Een scenario dat geen enkele econoom had kunnen voorspellen, maar met een gigantische impact zich voltrok: een zogenaamd "Black Swan"-scenario.

In vele opzichten zijn de financieel-economische gevolgen van deze pandemie historisch ongezien.

Deze sanitaire crisis werd, afgezien van de menselijke tol en de sociale impact, abrupt en met een ongeziene snelheid ook een economische crisis. Volledige sectoren, denk maar aan de luchtvaartindustrie of toeristische sector, hebben weinig of geen economische activiteit. Maar ook andere, minder voor de hand liggende sectoren, lijden onder deze crisis.

De lockdown zorgde aan de vraagzijde voor een sterke afname van het consumptieniveau. Maar ook aan de aanbodzijde kregen producenten te maken met problemen in de economische productieketen: niet alle economische activiteit kan door telewerk worden opgevangen, en door beperkte activiteit, of zelfs verplichte inactiviteit, krijgen steeds meer bedrijven cashflow- en solvabiliteitsproblemen. Maar deze lockdownperiode heeft ook duidelijk de limieten van de wereldwijde verwevenheid van de industriële productie aangetoond: productieketens kregen te maken met onbeschikbaarheid van componenten of zelfs volledige productassortimenten.

Bloedrode macrodata... en een oliecrisis er bovenop

De economische groei was wereldwijd al in vertragingmodus. In de VS, maar voornamelijk in Europa, stond de industriële productie vorig jaar al onder druk door de aanslepende handelsconflicten tussen China en de VS. In het laatste kwartaal van 2019 groeide de economie in de Eurozone slechts met 0,1%, met een nulgroei in Duitsland.⁽¹⁾ Daartegenover stond dat de consumptie op een vrij sterk peil bleef, de dienstensector iets betere cijfers voorlegde, en ook de werkloosheidscijfers een positief beeld gaven in deze langgerekte economische expansiefase, de langste zelfs in de Amerikaanse geschiedenis.⁽²⁾

Dit alles kwam abrupt tot een einde door de "Coronacrisis" tijdens het eerste kwartaal van 2020. Voor het eerst sinds de Grote Depressie van 1929, schat het Internationaal Monetair Fonds nu in dat alle economieën wereldwijd in 2020 in een recessie, dus negatieve economische groei, zullen belanden. Het meest uitgesproken in de gevestigde regio's (Europa, VS en Japan) met een geschatte BBP-groei van -6,1%. Maar in tegenstelling tot die vorige crisis, de financiële crisis van 2008, wordt verwacht dat ook de opkomende markten in 2020 in negatieve groei zullen belanden. Vooruitlopende macro-economische indicatoren, met een drastische daling van het ondernemers- en consumentenvertrouwen, wijzen in de richting van economische contractie. Het feit dat de Verenigde Staten, waar de laatcyclische economie zich nog maar recent dichtbij volledige werkgelegenheid bevond, met een werkloosheid van ongeveer 3,5%, in april plotseling een ongekend hoog werkloosheidscijfer van 14,7% hebben bereikt, is zeker een reden

tot bezorgdheid. Het is duidelijk dat de impact van deze crisis ook zijn impact zal hebben op micro-economisch niveau, met name op de verwachte bedrijfsresultaten. Daar waar de verwachte winstgroei voor 2020 gemiddeld wereldwijd oorspronkelijk nog rond de 10% lag, wordt verwacht dat de winst per aandeel nu eerder zal afnemen met 10 à 20% in de VS en Europa, terwijl deze voor de opkomende markten op het huidige niveau zou blijven steken.⁽³⁾

En alsof de impact van Covid-19 nog niet genoeg was, kregen we in het eerste semester van 2020 ook nog eens te maken met een aanhoudende daling van de olieprijs. De sterk verminderde economische activiteit en de sterke daling van 29% van de wereldwijde vraag naar olie⁽⁴⁾ - met name uit het eerst getroffen China - drukten op zich al de olieprijs naar omlaag. Maar ook aan de aanbodzijde slaagden de drie grote olieproducenten, de OPEC landen, VS en Rusland, er niet in om effectief hun productiecapaciteit te verminderen. Meer zelfs, ze startten een prijzenslag door bijkomend olie op te pompen in een poging om elkaar uit de markt te drijven.

Het hoogtepunt van de oliecrisis was de ongekende negatieve prijs van de West Texas Intermediate (WTI) contracten met fysieke levering van olie in de tweede helft van april, terwijl Brent ruwe olie bleef flirten met het dieptepunt van 20 USD per vat.

Deze lage olieprijs hebben macro-economisch al een negatieve impact op het inflatiepeil, die door de crisis zo al ver onder de norm van 2% bleef steken. Maar ook voor het staatsbudget van olieproducerende landen, Latijns-Amerikaanse landen en Rusland voorop, is deze evolutie nefast op langere termijn.



De financiële markten: een crisisscenario in het eerste kwartaal

Nagenoeg synchron met de verspreiding van het Coronavirus over de hele wereld, werden in het eerste kwartaal van 2020 ook de financiële markten besmet door massale verkoopgolven van beleggers. Aandelenmarkten kenden in die periode zware terugvallen van gemiddeld 20%, terwijl ook de rendementen op overheidsobligaties daalden (en dus de prijs van overheidsobligaties steeg) doordat beleggers massaal op zoek gingen naar veiligere beleggingssegmenten.

In de aandelenmarkten kregen de opkomende markten naast het vooruitzicht op een wereldwijde recessie ook nog eens te maken met een sterke dollar. China, die vooroefliep in de pandemie-cyclus gezien Wuhan het eerst door het virus werd getroffen, kon al vroeger de economische activiteit heropstarten, wat maakte dat in het eerste kwartaal Chinese aandelen het in het algemeen beter deden dan die van de opkomende markten. Op te merken is ook dat China, door in te zetten op interne consumptie, eerder dan afhankelijk te zijn van export, in deze wereldwijde pandemie-context veerkrachtig is gebleken. Latijns-Amerika, dat afhankelijk is van de grondstoffenexport, kreeg dan ook relatief zwaardere klappen.

Sectorieel hadden vooral energie-aandelen het zwaar te verduren door de olieprijsstag. Terwijl financiële en industriële aandelen bijzonder zware klappen kregen, in de eerste plaats door het verwachte langetermijneffect van de pandemie op het economisch herstel. IT en gezondheidszorg hielden dan weer beter stand.

In het obligatiesegment fungeerden overheidsobligaties als veilige haven wanneer landen en regio's vanaf eind februari en in maart in lockdown gingen en de rem zetten op de economische activiteit, wat yields deed afnemen. Bedrijfsobligaties deden het minder goed dan overheidsobligaties, en hadden vooral in maart ook nog te lijden onder verminderende marktliquiditeit. Positief voor deze kwalitatieve obligaties was dan weer de aankondiging van de Federal Reserve (Fed) in maart om terug overheidsobligaties op te kopen om de markten te ondersteunen. High Yield-obligaties hadden dan weer meer te lijden onder de golf van risico-aversie, en zeker deze uit sectoren zoals toerisme en energie.



Terug hoop in april: (centrale) banken en overheden zetten meteen hun volledig arsenaal in

Beleggers kregen in de loop van april terug hoop dat de evolutie van de pandemie in verschillende regio's een spoedige afbouw van economische lockdown maatregelen zou toelaten. Maar het zijn vooral het nooit geziene pakket aan stimulusmaatregelen van de centrale banken, én hun onmiddellijke inzet hiervan, die de markten terug uit het dal deden klimmen in april.

In de Verenigde Staten beleefde de S&P500 haar sterkste maandelijkse beursstijging (13%) in 30 jaar. Ook konden de Europese en Japanse aandelenmarkten, zij het in iets mindere mate met zo'n 6-7%, hun verlies van het eerste kwartaal iets ophalen. Ook de aandelenmarkten in de opkomende markten herstelden in april (9%). Evenwel met een onderscheid tussen sterke performers zoals India en landen die exportafhankelijk zijn zoals Thailand en Taiwan, tegenover landen zoals Mexico, die zich iets later in de pandemische curve bevinden. Om de tegenovergestelde reden heeft China, dat in maart al een herstel liet optekenen, in april een beperktere winst geboekt.⁽⁵⁾

Veel van de heropleving van de markten had te maken met de nooit geziene maatregelen die centrale banken, maar ook supranationale instellingen en lokale overheden wereldwijd hebben genomen sinds het uitbreken van de Covid-19-pandemie, om de economische gevolgen te beperken en de economische activiteit te ondersteunen. De schaal en de snelheid waarmee dit is gebeurd, is ongezien in de naoorlogse wereld.

De Fed heeft met twee rentedalingen de beleidsrente tot nul herleid, waarmee nu alle geïndustrialiseerde landen te maken hebben met nagenoeg een nulrente. Ook pompen de centrale banken opnieuw massaal geld in de financiële markten door middel van opkoopprogramma's van overheidsobligaties (dus staatsschuld) en bedrijfsobligaties. Op te merken is dat de Fed, met zo maar even een verhoging van 2 biljoen van haar balans op 1 maand tijd tegenover ongeveer 900 miljard aangekondigd door de ECB, hierbij veel verder gaat dan de andere centrale banken, ook omwille van het feit dat de USD nog steeds de referentiemunt is in de wereldwijde handel en aanvoerlijnen.

Maar ook supranationale en nationale overheden sprongen direct in de bres met een veelheid aan fiscale en budgettaire steunmaatregelen. Wereldwijd werden zo al voor meer dan 5 biljoen aan fiscale en budgettaire relancemaatregelen afgekondigd, wat neerkomt op 6% van het wereldwijd bruto binnenlands product.

Tekenend voor de draagwijdte van alle maatregelen die worden genomen om de impact van de pandemie op de economie te beperken, is dat nu zelfs enkele onconventionele maatregelen worden ingezet. Denk maar aan het - ooit door Ben Bernanke - geopperde idee van "helicopter money", waarbij elke volwassen Amerikaan een cheque van 1.200 USD ontvangt.



Eerst handelen en dan pas de vragen beantwoorden

Het is duidelijk dat de Covid-19 pandemie op recordtempo geëvolueerd is van een sanitaire crisis naar een economische crisis.

In tegenstelling tot die vorige crisis - de financiële crisis van 2008 - nemen de overheden nu wel onmiddellijk maatregelen en niet alleen op monetair maar ook op fiscaal en budgettair vlak.

Het staat nu al vast dat deze ongebreidelde monetaire en fiscale steun, met een even grote budgettaire impact, als de "nieuwe norm" zal moeten worden beschouwd, maar het roept ook een aantal nieuwe vragen op die tot nu toe onbeantwoord zijn gebleven:

- Wie zal deze snel opgebouwde schuld afbetalen?
- Zullen overheden - en met name de Europese actoren - de nodige solidariteit en coördinatie van hun acties aan de dag kunnen leggen?
- Op welke basis kiezen diezelfde overheden welke sectoren of bedrijven wel of niet worden gered?
- In een geopolitieke context: welke regio zal uiteindelijk haar machtsbasis op het wereldtoneel kunnen versterken?
- En hoe efficiënt zullen al deze genomen maatregelen zijn: verwachten we een V-, een W- of een L-vormige recessie- en heroplevingsfase?

De financiële markten versus de reële economie

Als we onze blik richten naar de tendensen die we in de loop van het jaar verwachten, is een eerste verwachte trend dat de markten terug meer voeling gaan krijgen met de werkelijke economische parameters. Hierbij wachten we al meteen de bekendmaking van de bedrijfsresultaten af voor het 2^{de} kwartaal.

We hebben al een sterke daling kunnen vaststellen van de winst per aandeel en de verkoopsresultaten voor het eerste trimester. Het is echter belangrijk om hierbij te specificeren dat deze bedrijfsresultaten dan nog maar slechts 2 weken lockdown omvatten. Het zal dan ook interessant zijn om het gedrag van de markten waar te nemen na de bedrijfsresultaten van het tweede kwartaal: niet enkel zal dit een beter beeld geven van de werkelijke impact van de lockdown-periode, maar ook omdat zoals aangegeven de maandelijks beschikbare macrodata voor eind april de zware economische impact van deze sanitaire crisis beginnen te tonen... en dit terwijl op dat moment de financiële markten volop aan een remonte bezig waren.

We stellen op vandaag dan ook een enorme kloof vast tussen de markten en de economische realiteit. Historisch gezien hebben de laatste 7 crisisperiodes ons geleerd dat het gemiddeld 2 jaar duurt om uit een recessie te geraken. Daarentegen: als we de financiële ratio's zoals winstpercentages en spreads bekijken, anticiperen de markten dat we zowaar al eind juni uit de recessie als gevolg van Covid-19 kunnen komen.

Dit lijkt ons een veel te optimistische inschatting. Markten lijken ons dan ook vandaag niet correct de economische realiteit te anticiperen. We hechten dan ook weinig geloof aan een zogenaamd V-vormig herstel van de markten, ongeacht de onbeantwoorde vraag over de evolutie van het virus en dus over de mogelijke bijkomende economische impact.



Heropflakking van de handelsoorlog tussen de VS en China

In de context van de Covid-19 crisis, beweerde de Amerikaanse president Donald Trump dat "China niet wil dat hij wordt herkozen". Deze boodschap, en het feit dat beide landen elkaar met de vinger wijzen als schuldige voor de coronapandemie, heeft de spanningen tussen de twee naties doen terugkeren. Het is duidelijk dat na de pandemie de reeds gemaakte afspraken om de handelsrelaties te normaliseren, niet volledig zullen (kunnen) worden nagekomen. Bijvoorbeeld als het gaat om het nakomen van de voorwaarden in de "phase 1 deal" tussen beide landen, waarbij afspraken werden gemaakt rond afzwakking van een beperkt deel van de handelstarieven, waarbij China zich engageerde om volgend jaar bijkomend voor 200 miljard USD productiegoederen, landbouwproducten, en diensten uit de VS te importeren.

Integendeel, recentelijk dreigde de VS met nieuwe handelsbelemmeringen - verhoogde tarieven op import uit China -, waarbij het niet lang wachten was op reactie uit Peking. Maar ook als het gaat over de "technologische koude oorlog" tussen beide landen kan verwacht worden dat deze terug aan hevigheid zal winnen. Wat in de huidige economische crisis een bijkomende rem zou betekenen op de wereldwijde economische activiteit.

Ten slotte bestaat er de vrees dat Donald Trump het investeren in een bepaald aantal Chinese bedrijven zou verbieden. Dit zou wezenlijke verstoringen op de financiële markten kunnen veroorzaken en een precedent scheppen voor pensioenfondsen, vermogensbeheerders en andere marktpartijen.

De combinatie van een pre-electorale context met een zware economische en sanitaire crisis door het Coronavirus in de VS zorgt ervoor dat de handelsrethoriek terug scherper wordt tussen beide grootmachten, waarbij het moeilijk blijft om in te schatten wat de strategische gedachtengangen van beide kampen zijn, en welke offers men bereid is om daarvoor te brengen. En het moet gezegd, het laatste wat de wereldeconomie vandaag er nog moet bijkrijgen, is een heropflakking van een handelsoorlog tussen de VS en China.

Van historische rentedalingen... naar onverwachte rentestijgingen?

In de huidige context zou een onverwachte renteverhoging zeker een verrassing van formaat zijn voor de financiële markten.

In de Verenigde Staten aarzelde Donald Trump niet om zelfs aan te dringen op een negatieve rente. Ter herinnering: de overgrote meerderheid van de leningen in de VS heeft een variabele rente. In een omgeving waar het werkloosheidscijfer binnenkort wellicht meer dan 15% zal bedragen, is het essentieel om het risico van wanbetaling door economische actoren te minimaliseren. Een opwaartse druk op de rente zou evenwel kunnen ontstaan in een klimaat waarbij beleggers hun vertrouwen in het Amerikaans staatsbudget of in de USD als handelsmunt of "veilige haven" zouden beginnen te verliezen.

Maar ook in Europa is een dergelijk scenario niet geheel ondenkbaar: dit in geval de EURO onder druk zou komen te staan, of wanneer er twijfels rijzen bij beleggers omtrent het terugbetalingspotentieel van bepaalde landen die hun staatsschuldenlast hebben laten exploderen, zoals met name Italië. Als we de overheidsschuld van alle landen in de Eurozone bij elkaar optellen en vergelijken met het totale bruto binnenlands product, evolueren we nu richting 100% van het BBP.

Het wordt daarom essentieel om aandachtig de evolutie van de schuldgraad van elk land te blijven opvolgen. Maar ook de samenstelling van die schuld tussen de 3 groepen schuldenaars, namelijk overheid, bedrijven en huishoudens, om te monitoren welk van deze 3 groepen het meest risico lopen als er wijzigingen in de rentecurve zouden optreden.

Moeilijke verhoudingen tussen Noordelijk en Zuidelijk Europa

Naar het voorbeeld van Japan evolueert de Europese Centrale Bank (ECB), wat haar monetaire beleid betreft, naar de "Moderne Monetaire Theorie" met een massale geldcreatie om staatsobligaties van de landen van de eurozone op te kopen. Hierbij wordt er rekening gehouden met het feit dat deze landen door de uitgifte van staatsobligaties hun begrotingstekort hebben verhoogd om hun sociale uitgaven te dekken en de economie te ondersteunen in deze crisis. Het oordeel van het Duitse grondwettelijk hof begin mei, namelijk dat het opkoopprogramma van de ECB mogelijk in strijd is met de Duitse grondwet, liet dan ook niet lang op zich wachten. Het noorden van Europa met een relatief conservatief begrotingsbeleid en schuldgraad komt hierbij tegenover de zuidelijke lidstaten te staan.

Een van de risico's van een dergelijke moderne monetaire theorie is dat overheden hun budget te massaal inzetten op niet-strategische of niet-langdurig levensvatbare sectoren of ondernemingen. Lees: dat overheden ter hulp snellen en investeren in de juwelen van het verleden in plaats van te opteren voor duurzame (zowel sociale, economische als ecologische) businessmodellen.

Een tweede risico is het verlies van vertrouwen in het geld - de munt - die wordt gecreëerd om de overheidsuitgaven te financieren. Een derde risico - opnieuw - is dat de rente hierdoor opwaartse druk kan kennen.

De ECB hoeft zich niet te rechtvaardigen in haar acties, omdat ze de mogelijkheid heeft om bedrijfsobligaties op te kopen, de spreads in de regio te beheersen, banken te ondersteunen en zelfs uiteindelijk aandelen te kopen. Het beheer van de rentetarieven zal de sleutel zijn, omdat het ergste scenario dat we kunnen kennen na deze enorme geldinjectie stagflatie is (lage groei gecombineerd met hoge inflatie). Het valt niet te ontkennen dat wanneer de geldinjectie in de reële economie wordt overgebracht, er speculatieve zeepbellen zullen zijn in onroerend goed of op de financiële markten. Europese soevereiniteit zal een politiek moeilijk maar economisch boeiend debat blijken.

Verkiezingsjaar in de VS

Een van de achterliggende aandachtspunten bij de beleidsmaatregelen van de huidige bewindvoerders in de VS ten aanzien van de huidige crisis, is de mogelijkheid van een terugkeer van de democraten naar de senaat. De sociaal-economische schokken die gepaard gaan met de huidige gezondheids crisis zullen ongetwijfeld in de eerste plaats door de volgende regering moeten worden opgevangen. Dit is een element die de democraten zullen uitspelen in de nakende verkiezings slag en biedt kansen om de senaat terug te winnen. Als dit scenario zich voltrekt, kan dit een enorme impact hebben op de markten.



Aandachtspunten bij onze beleggingsstrategie

Met deze trends voor de volgende maanden in het achterhoofd, hebben we aandacht voor de volgende 4 thema's bij onze portefeuille-strategie:

- Beheersen van de volatiliteit die we verwachten naarmate de markten meer in lijn komen te liggen met de reële economie;
- De reactie en evolutie van de rentecurve in het licht van de monetisatie van schulden;
- Maatregelen genomen door centrale banken, overheden en bedrijven ten opzichte van de "duurzaamheid van ondernemingen";
- De technologische revolutie en haar maatschappelijke impact.

Voor het onderdeel **staatsobligaties in de portefeuille**, besteden we aandacht

aan de mogelijke impact van het recente en verwachte beleid van de centrale banken. Met name de risico's die gepaard gaan met een daling van het vertrouwen in de munt, het risico van renteverhogingen of de terugkeer van inflatie.

In het segment **bedrijfsobligaties en High Yield-obligaties** blijven we waakzaam over een mogelijke verslechtering in kredietwaardigheid en over de verwachte stijgende evolutie in het wanbetalingspercentage.

Ten slotte gaan we voor het gedeelte **obligaties van opkomende landen** op zoek naar zogenaamde kwaliteitsschuld.

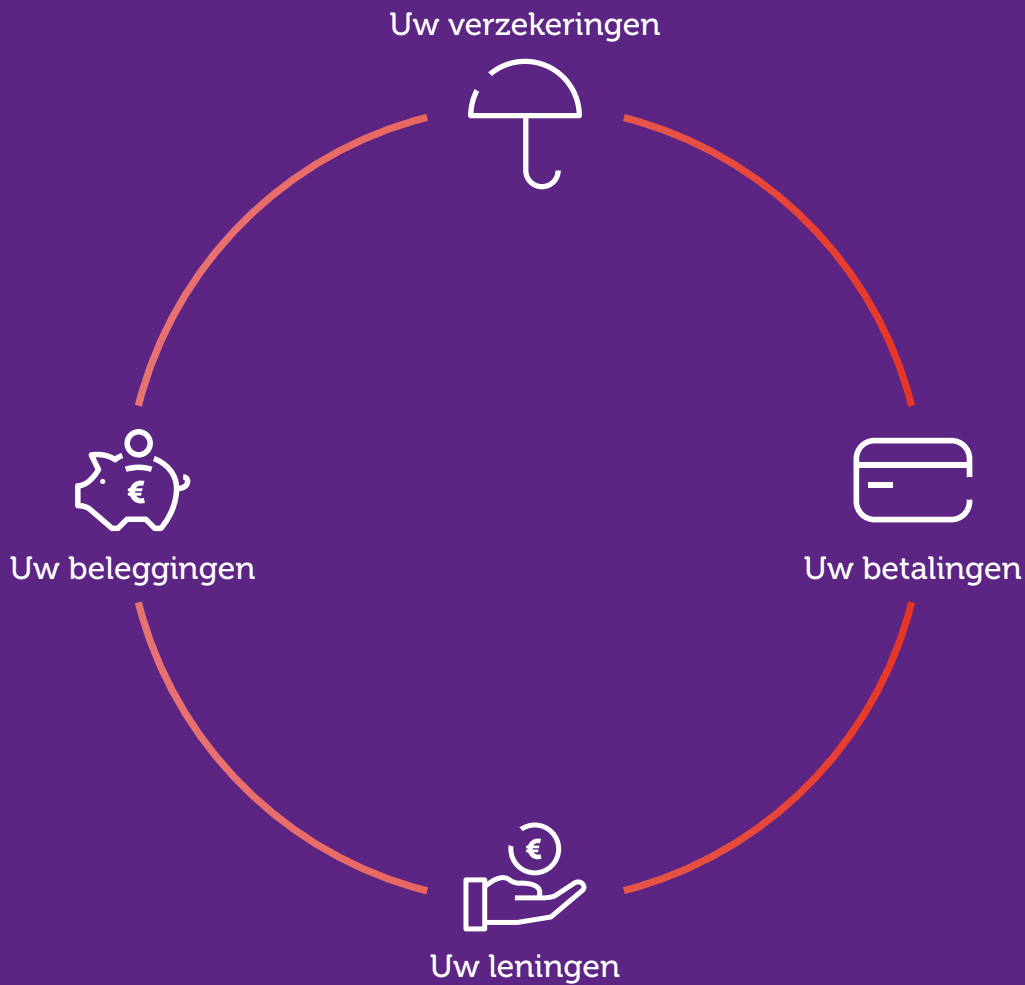
Voor de **aandelen** in de portefeuille geven we de voorkeur aan de sectoren die structureel de winnaar zullen zijn van deze economische transitie: met name

gezondheidszorg, IT, communicatie en discretionaire consumptie. We behouden een zekere neutraliteit voor de sectoren als maakindustrie (door lagere productie en kosten voor ontwikkeling (CAPEX)), en klassieke bancaire waarden.

Op de Europese markten zullen we ons blijven richten op zogenaamde kwaliteitsaandelen. In de VS blijven we gericht op groeiaandelen, evenwel daarnaast ook met aandacht voor waarde aandelen die kunnen profiteren van de monetaire steunmaatregelen ('Quantitative Easing') van de Fed.

Voor aandelen uit de opkomende landen tenslotte kiezen we ons te richten op zowel waarde- als groeiaandelen, en zoeken we de opportuniteiten die markten zullen te bieden hebben in beide segmenten.

U bent **goed omringd**



We staan voor u klaar



- in uw Beobank agentschap
- via Beobank Service Center
U kunt ons bellen op **02/626 50 50**,
maandag tot vrijdag van 8u00 tot 20u00
en op zaterdag van 9u00 tot 12u30
- via Beobank Online op **www.beobank.be**
- via onze **Beobank Mobile** applicatie

Redactiedatum: 28/05/2020. Beobank NV|SA verstrekt geen onafhankelijke research of analyses inzake de inhoud of opstelling van dit document. Dit document is gebaseerd op de macroanalyse van "La Française GAM", een vermogensbeheerder die deel uitmaakt van de groep CMNE. Beobank NV|SA waarborgt de nauwkeurigheid echter niet. Het is mogelijk dat de informatie onvolledig of beknopt is. Het marktoverzicht is algemeen informatief bedoeld en behelst geen aanbevelingen, aanbod of een vraag om welke effecten dan ook te kopen of te verkopen. Personen die wensen te beleggen hebben er belang bij om onafhankelijk advies in te winnen wat betreft het al dan niet opportuun karakter van een bepaalde belegging. Resultaten uit het verleden vormen geen indicatie voor toekomstige resultaten. Vooruitzichten zullen niet noodzakelijk gevolgd worden door een effectieve gebeurtenis.be

Wij herinneren er u aan dat beleggingsproducten blootgesteld zijn aan risico's met inbegrip van een mogelijk verlies van het belegde kapitaal. Beleggingsproducten zijn geen bankdeposito's en worden niet gewaarborgd door Beobank NV|SA. V.U.: Beobank NV|SA | Gen. Jacqueslaan 263g, 1050 Brussel | BTW BE 0401.517.147 | RPR Brussel | IBAN BE77 9545 4622 6142. INV/BRO/OUTLOOK/N/REV0620