

# VOORUITZICHTEN



Door Esther Waal

De wereld is niet meer hetzelfde als aan het einde van 2019. Covid-19 heeft alle voorspellingen die toen voor 2020 en de jaren erna werden uitgesproken, in één klap betekenisloos gemaakt. Daarmee zijn ook alle economische verwachtingen van de beleggingsexperts die wij voor onze eindejaarseditie van 2019 hadden geraadpleegd, aan een dringende herziening toe.

Opvallend was dat onze geraadpleegde vermogensbeheerders destijds niet helemaal eensgezind waren over de economische verwachtingen voor 2020. De meesten waren redelijk optimistisch gestemd en voorzagen voor 2020 een stabilisatie van de groei- vertraging of zelfs een voorzichtig herstel, maar enkelen namen toch voorzichtig het woord recessie in de mond, mede als gevolg van de politieke spanningen in de wereld.

Over de rente heerste wel overeenstemming: die zou laag blijven. De experts verschilden evenwel van mening over de reden hiervoor. De een verwachtte een actief rentebeleid door de centrale banken, terwijl de ander juist geen monetaire stimulansen verwachtte.

Hoe anders is het beeld nu? En vooral: hoe anders zijn de verwachtingen voor de rest van 2020? We hebben alle experts van onze eindejaarseditie van 2019 opnieuw benaderd met de vragen: Wat zijn de economische vooruitzichten voor de rest van 2020? En waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers?



### Wat zijn de economische vooruitzichten voor de tweede helft van 2020?

> 'Sinds het begin van de coronacrisis evalueren we onze investeringsbeslissingen in het licht van een basisscenario, dat we vervolgens vergelijken met een positiever en een negatiever scenario. Het positieve scenario is gebaseerd op een hoger dan verwachte groepsimmunitet, door uitgebreide tests uitgewezen. We zijn daar echter nog niet. In plaats daarvan beginnen we meer te tenderen naar het negatieve scenario. Dit komt doordat de lockdown-periode in veel landen langer lijkt te duren en de economieën maar heel geleidelijk weer open gaan. Het meest waarschijnlijke scenario is in onze ogen dat de economie halverwege het jaar opveert, maar vervolgens weer afzwakt.'

### Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers?

'Aandelen hebben zich naar gelang de onzekerheid sterk hersteld. ABN AMRO is van mening dat de recente rally op de markt niet houdbaar is en dat er kans is op een tweede scherpe daling of een langere periode van een zijwaartse koersbeweging voordat een echt herstel op gang komt. Zolang de risico's naar beneden zijn gericht, is het verstandig om de aandelenpositie wat te trimmen en wat extra in kas aan te houden. Maar niet alles is kommer en kwel. We blijven rekenen op een herstel in het derde kwartaal van dit jaar. We blijven ook de voorkeur geven aan Amerikaanse aandelen boven Europese aandelen en aandelen uit opkomende markten. De sterke informatietechnologie- en gezondheidszorgsectoren die de Amerikaanse markten domineren, blijken veerkrachtig te zijn in de crisis. We blijven de voorkeur geven aan deze sectoren. Tegelijkertijd zijn we positiever geworden in de sector consumentengoederen en negatiever over de financiële sector. Wij denken namelijk dat de verslechtering van de economie grote gevolgen zal hebben voor banken, aangezien zij stijgende kredietverliezen zullen zien terwijl de rente nog langer laag blijft. De nutssector blijft uit de gratie (onderweging), terwijl een neutraal standpunt wordt ingenomen ten opzichte van alle andere sectoren.'



### Wat zijn de economische vooruitzichten voor de tweede helft van 2020?

> 'De ontwikkeling van de coronapandemie is cruciaal voor het verdere verloop van de wereldeconomie. De recente ontwikkelingen duiden op een economisch herstel in de tweede helft van het jaar. Het aantal wereldwijde besmettingen en sterfgevallen is stabiel of neemt af. De virusuitbraak lijkt over de piek heen. Daarnaast versoepelen steeds meer landen de maatregelen die ingesteld zijn om de virusuitbraak in te dammen. Overheden en centrale banken hebben ongekende maatregelen genomen om de negatieve economische effecten te verzachten. De risico's blijven wel groot. Een tweede golf van besmettingen kan tot een langer durende terugval leiden.'

### Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers?

'Renteniveaus zullen langdurig laag blijven. Beleidsrentes zijn laag en centrale banken kopen op grote schaal staats- en bedrijfsobligaties op. Deze stortvloed aan liquiditeit houdt de rente laag, ondanks sterk oplopende begrotingstekorten van overheden. De monetaire impulsen werken ook positief uit op de risicovollere beleggingen. Als de wereldeconomie herstelt in de tweede helft van het jaar, hebben risicovolle beleggingen naar verwachting het ergste achter de rug. De bedreigingen zijn echter talrijk. Mocht er een terugval komen in de coronacrisis, dan zijn risicovolle beleggingen kwetsbaar. Door de zeer lage aanvangsrendementen zijn veilige staatsobligaties geen aantrekkelijk alternatief op de middellange termijn. Zeker niet in reële termen nu het risico op stijgende inflatie toeneemt. Daarnaast blijft de instabiele muntunie een punt van zorg.'

Jordy Hermans, Portfoliomanager Multi Asset Group, Aegon Asset Management



Foto: Archief Aegon AM

### Wat zijn de economische vooruitzichten voor de tweede helft van 2020?

> 'De economie is abrupt afgeremd en start nu weer langzaam op. Zonder beleidsmaatregelen zou zo'n snelle en sterke economische vertraging structurele negatieve effecten hebben, maar het beleid van centrale banken en overheden is gericht op het beperken van structurele schade. Liquiditeits- en steunpakketten zorgen ervoor dat bedrijven een goede kans hebben om de crisis te overleven en dat werknemers hun banen behouden. Voor de rest van het jaar kan er dus een geleidelijk economisch herstel worden verwacht, mits het virus onder controle blijft.'

Toch verwachten wij dat veel van de ontwikkelde economieën, zoals Europa en de Verenigde Staten, in 2020 zullen krimpen. Voor enkele sectoren, zoals toerisme en luchtvaart, is het effect echter veel groter; het kan nog jaren duren voordat deze op het oude niveau terugkeren. Als gevolg hiervan kan het lang duren voordat de globale economie weer op z'n oude niveau komt.'

### Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers?

'Financiële markten hebben dit jaar al veel voor hun kiezen gekregen. Nóg lagere rentes, oplopende kredietvergoedingen en een aandelencorrectie schokten financiële markten. We verwachten op de korte termijn nog volatiele markten, maar we zien ook meerdere categorieën met redelijke vooruitzichten, zoals bedrijfsobligaties van hoge kwaliteit. De kredietvergoeding is relatief hoog en biedt een redelijke bescherming voor economische tegenspoed. Daarnaast worden deze beleggingen ondersteund door centrale banken middels de opkoopprogramma's. Op de korte termijn kunnen dit soort beleggingen volatiel zijn, maar op een wat langere termijn hebben dit soort beleggingen momenteel een aantrekkelijk rendement ten opzichte van het aanwezige risico.'

Stefan Hofrichter, Hoofd Economie en Strategie, Allianz Global Investors



Foto: Archief Allianz GI

### Wat zijn de economische vooruitzichten voor de tweede helft van 2020?

> 'Velen verwachten een stevig herstel van de economische activiteit in de tweede helft van het jaar en tot 2021, maar er zijn te veel onbeantwoorde vragen - waaronder de vraag of het coronavirus kan worden behandeld en beheerst en de vraag hoe de particuliere sector zal reageren wanneer de lockdowns eindigen. Om deze en andere redenen denken we dat het huidige herstel op de markten eerder een bear market rally is dan een begin van een duurzaam herstel - althans voor de rest van het jaar.'

### Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers?

'We verwachten dat de obligatierendementen laag zullen blijven, gezien de enorme steun van het monetaire beleid van centrale banken, die indien nodig verdere QE-maatregelen hebben beloofd. Op de kredietmarkten zijn investment-grade en tot op zekere hoogte hoogrentende obligaties (met name 'Fallen Angels') aantrekkelijk dankzij aankopen door prijsongevoelige centrale banken. Inflatiegerelateerde obligaties zien er gunstig uit, ook al is de inflatie op korte termijn laag. We blijven voorlopig voorzichtig met aandelen en benadrukken de noodzaak om actief en selectief te zijn, vooral gezien het feit dat de waarderingen hoog zijn (vooral in de VS) en de situatie met het coronavirus nog lang niet is opgelost. Maar op de lange termijn geven we de voorkeur aan aandelen boven laagrentende obligaties voor beleggers die op zoek zijn naar rendement. Groeiaandelen zijn aantrekkelijk - vooral in de technologiesector die ondersteund wordt door de verschuiving naar telewerken en andere structurele eisen die aan de digitale wereld worden gesteld.'



Foto: Archief BNP Paribas AM

### Wat zijn de economische vooruitzichten voor de tweede helft van 2020?

> 'Zelfs na enkele maanden van coronaviruspandemie zijn de economische vooruitzichten erg onzeker. Veel landen zijn bezig met het opheffen van lockdown-beperkingen, wat de economieën zou moeten helpen herstellen. Onduidelijk is in hoeverre de ontspanning zal leiden tot een toename van infecties en wat de reactie van overheden daarop zal zijn. Bij herinvoering van brede, landelijke beperkingen zal waarschijnlijk opnieuw een groeivertraging optreden. Een tweede infectiegolf in de herfst en de winter kan ook leiden tot dit scenario, ongeacht of er lockdowns worden afgekondigd. We verwachten wereldwijd een langzaam herstel van de huidige recessie, met het risico op verslechterende vooruitzichten onder de hierboven beschreven pessimistische scenario's. Zelfs als nieuwe lockdowns uitblijven, zullen consumenten terughoudend zijn met uitgeven en zal 'social distancing' een terugkeer naar verkoopniveaus voor bedrijven van vóór de crisis belemmeren.'

### Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers?

'Aandelenmarkten lijken een vrij gunstig vooruitzicht te weerspiegelen, met een redelijk snelle terugkeer naar pre-crisis winstniveaus. Volgens de huidige schattingen dalen winsten in de VS slechts met 12% ten opzichte van 2019, evenredig met het huidige S&P 500-niveau. Het risico ligt in te optimistische winstverwachtingen, aangezien economen een ergere recessie voorspellen dan de financiële crisis van 2008. De kansen liggen in die delen van de markt die op de lange termijn kunnen profiteren van de veranderingen als gevolg van de pandemie, zelfs nadat een vaccin is ontwikkeld. Deze omvatten technologie en gezondheidszorg, hoewel waarderingen voor sommige bedrijven een punt van zorg zijn.'



Foto: Archief Corestone IM

### What is the economic outlook for the 2nd half of 2020?

> 'Covid-19 has shocked the global economy in its core. It will take years for certain industries and economies to fully recover. Given the de facto halt in economic activity in almost all countries to a greater or lesser extent and the unprecedented collapse in GDP, we do see economic growth rebounding strongly in the second half of 2020 and into 2021. However, given the remaining risk of a second wave of virus infections, the most likely following re-initiations of lockdowns and the substantial negative effects on growth, the uncertainty regarding the outlook for the coming quarters and months is high.'

### What are the biggest opportunities and threats for investors?

'The biggest threats are clearly stemming from a second outbreak wave as well as a prolonged wait for a vaccine, which would put a lid on any economic rebound and on a 'back to normal' environment.

On the other hand, a sensible reopening of the economies globally, an effective treatment for Covid-19 or an earlier than expected vaccine would push growth substantially higher than currently anticipated.

In this environment with interest rates lower for longer, future economic growth prospects uncertain and central bank policies back to their global financial crisis playbooks, the need to manage the income side of the portfolio and find pockets of adequate yields becomes even more important.

On the upside overall, positioning yourself structurally in large, homogeneous markets which are more and more driven by domestic demand like the local China A market, which has done substantially better during the pandemic and is already recovering, will help to shield yourself partially from dislocations in the US or Europe.'

Tommy Garvey, Member Asset Allocation Team, GMO



### What is the economic outlook for the 2nd half of 2020?

> 'The COVID-19 pandemic is driving the most severe decline in economic activity since the Great Depression. Many countries are still operating under varying degrees of 'lockdown' in attempts to contain the spread of the virus. Even when the threat to public health is deemed low enough that it becomes feasible to properly focus on other things, the length of the downturn and the challenges to getting the economy back on track are extremely uncertain.'

With this much uncertainty, equity markets should be cheap and pricing in a wide margin of safety for investors. Given the disconnect between the facts on the ground, which strongly suggest a difficult path from here, and the recent market rally, the risk/reward trade-off for the majority of equities looks very poor.'

### What are the biggest opportunities and threats for investors?

'The biggest threat for investors is the precariously expensive valuations of the majority of financial assets. The biggest opportunity is the extreme discrepancies in the pricing of some of these assets. At the time of writing on May 21, the S&P 500 is up 33.3% from the low on March 23, which rather incredibly means that it is actually up 6.7% from the same time last year, when we could never have imagined the ravages of COVID-19. Indeed, the US market has appeared expensive for a while; but now it is also facing unprecedented risk. Although the situation is far less extreme in developed markets outside the US, we similarly believe that markets are not adequately pricing in the possibility of disappointing economic outcomes. Conversely, we believe that emerging market equities have priced in some potential for very bad economic scenarios and so offer an adequate expected return, even in light of the increased risk and uncertainty. Further, value stocks came into this year, trading near the cheapest they have ever been relative to global stocks, and have gone on to underperform massively. Should the world follow a benign path to recovery from here, value stocks deserve to strongly outperform broad global equities and, even in a more negative outcome, although the scale of that deserved outperformance shrinks, it should still be meaningful. Therefore, as a long-term investor that bases investment decisions primarily on valuation, which has proven to be a robust and reliable tool, we maintain a significant exposure to emerging market value equities.'

Sébastien Galy, Senior Macro Strategist, Nordea Asset Management



### What is the economic outlook for the 2nd half of 2020?

> 'Our view is that Emerging Market equities with a focus on Asia should rebound, led by a mixture of a V-shaped and a U-shaped recovery in China. In particular, we are keen on the IT sector in Asia as well as the theme of a rising middle class there. The monetary, fiscal and other policy decisions taken by China have been generally very efficient and they can crucially force a jump start of the economy, something Western economies cannot. China will very likely lose more manufacturing to Asia and Mexico, but its service sector should continue to develop, and it is something the government is quite keen on as it steadily moves the added value chain. Furthermore, given the size of its economy, many will actually want to onshore some production there to service China.'

### What are the biggest opportunities and threats for investors?

'The risk to our optimistic thesis is for the trade war to start anew, with rising frictions between the United States and China. Indeed, we see a significant probability that China abandons the phase one trade deal with the United States. However, we see this only as a contained issue given the tremendous shock to trade we have already seen.'



Foto: Archief Jupiter AM

### Wat zijn de economische vooruitzichten voor de tweede helft van 2020?

> 'Vooruitkijkend naar de tweede helft van dit jaar kun je je aandacht richten op de vele onzekerheden in de wereld, die met de uitbraak van Covid-19 en de gevolgen daarvan voor de samenleving en de economie dramatisch zijn toegenomen. Maar liever kijken wij naar wat we nog steeds als een zekerheid beschouwen en wat nu een enorme impuls heeft gekregen door de Covid-19-crisis: de voortgaande, snelle digitalisering van de financiële dienstensector. We hebben de afgelopen vijf tot tien jaar al een enorme ontwrichting op dit gebied gezien en we verwachten dat dit de komende jaren nieuwe investeringsmogelijkheden zal blijven creëren. Het coronavirus heeft de richting niet veranderd, maar wel de snelheid van verandering.'

### Wat zijn de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers?

'Verschillende factoren kunnen voor beleggers in 2020 van belang zijn; van de mogelijk aanhoudende gezondheids crisis en de wereldwijde economische recessie tot de verkiezingen in de VS en de geopolitieke en handelsconflicten. Deze kwesties houden we in de gaten, maar we geven er de voorkeur aan om te kijken naar de fundamentals en om trends van bedrijven te beoordelen zonder te worden afgeleid door schreeuwende krantenkoppen. We blijven ons richten op het investeren in financiële bedrijven die hun bedrijfssector ontwrichten, die grote investeringen in hun IT-systemen doen, die hun bedrijfsmodellen naar digitalisering verschuiven, die focussen op het implementeren van data-analyse en die cybersecurity en ecosystemen opbouwen. En dit is echt nog maar het begin. Financiële innovatie brengt een grote structurele verandering met zich mee, die zich nog in het beginstadium bevindt. De vooruitzichten voor digitalisering worden alleen nog maar interessanter.'



Foto: Archief Robeco

### Wat zijn de economische vooruitzichten voor de tweede helft van 2020?

> 'Het tweede deel van 2020 zal in het teken staan van herstel als de wereldeconomie langzaam weer opengaat. De vorm van het herstel is echter onzeker. Een mogelijke tweede golf van Covid-19-besmettingen speelt hierbij een belangrijke rol. Totdat er een vaccin is gevonden en in voldoende mate kan worden geproduceerd, kunnen nieuwe lockdown-maatregelen nodig zijn, met hernieuwde druk op de economie als gevolg. Daarnaast is het nog onduidelijk of – en zo ja, hoeveel – langdurige schade is ontstaan na de plotselinge stop. Het zal lastig blijken om de 39 miljoen Amerikanen die al dan niet tijdelijk hun baan kwijtraakten snel weer aan het werk te helpen. Voor veel (service-gerichte) ondernemingen wordt het zaak een businessmodel te vinden dat rendabel is en aan de voorwaarden rondom social distancing voldoet.'

### Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers?

'Aandelen prijzen van alle risicovollere beleggingen het meest optimistische herstel in. De kans dat eventuele tegenvallers vooral hier worden weerspiegeld, is aanzienlijk. High yield-obligaties en bedrijfsobligaties bieden vanuit dit oogpunt meer waarde, ook omdat deze categorieën rechtstreeks door centrale banken worden opgekocht. Staatsobligaties zijn met de huidige lage rentes minder aantrekkelijk, zeker wanneer het herstel gepaard zou gaan met een stijgende inflatie.'

Sonja Laud, CIO, Legal & General Investment Management



Foto: Archief LCIIM

### Wat zijn de economische vooruitzichten voor de tweede helft van 2020?

> 'Gezien de enorme onzekerheid over het verloop van COVID-19, denken we na over de economische vooruitzichten in termen van waarschijnlijkheden rond scenario's. Het scenario dat we het meest waarschijnlijk achten, betreft een matig herstel voor de wereldeconomie, met enige 'litttekens', te weten bedrijfsfaillissementen, aanhoudend hoge werkloosheid en lagere productiviteit. Maar we zien een meer optimistisch scenario als bijna even waarschijnlijk, waarbij de wereldeconomie een sterk maar gedeeltelijk herstel laat zien en tegen het einde van 2021 terugkeert naar 'normaal'. In deze periode van verhoogde onzekerheid worden beleggers geconfronteerd met een breed scala aan bedreigingen en kansen. De ongekende omvang, breedte en snelheid van wereldwijde beleidsreacties op de pandemie hebben ertoe bijgedragen dat het staartrisiko van een liquiditeitscrisis is weggenomen. Zij hebben echter de solvabiliteitskwesaties op de lange termijn voor bedrijven niet opgelost. Simpel gezegd: niet alle bedrijfsmodellen zullen in de toekomst levensvatbaar zijn.'

### Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers?

'We zien kansen voor beleggers om bedrijven te kiezen die waarschijnlijk als winnaars uit de pandemie zullen komen en vermijden bedrijven waarvan het bedrijfsmodel achterhaald blijkt te zijn. Meer in het algemeen verwachten we dat asset classes die expliciet door centrale banken worden ondersteund in deze omgeving beter presteren. Deze omvatten kredietwaardige bedrijfsobligaties, sommige hoogrentende obligaties en zelfs staatsobligaties, ondanks het record-lage rendement. We zijn voorzichtiger met betrekking tot aandelen en zwakke opkomende markten met minder ondersteuningsmechanismen - hoewel er naar onze mening nog steeds aantrekkelijke kansen zijn binnen deze asset classes.'

Ewout van Schaick, Head of Multi-Asset, NN Investment Partners



Foto: Archief NNIP

### Wat zijn de economische vooruitzichten voor de tweede helft van 2020?

> 'Door de uitbraak van Covid-19 en de daaropvolgende (economische) lockdown is het moeilijk om een voorspelling te doen voor de rest van 2020. Doordat de crisis langer duurt dan we hoopten en er een gereede kans is op een tweede uitbraak, neemt de kans op een V-shaped herstel af. Dat de recessie diep zal zijn, is onbetwist. Maar hoe lang de recessie zal duren, hangt af van meerdere factoren. Wij vinden deze vijf de belangrijkste:

1. het verdere verloop van de pandemie en de zoektocht naar een vaccin en medicatie;
2. de beleidsrespons van overheden en centrale banken;
3. het effect dat de crisis heeft op de deglobaliseringstrend;
4. permante schade aan de economie (werkloosheid, faillissementen en productiviteitsverlies);
5. het voorkomen van een nieuwe financiële crisis.'

### Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers?

'Op dit moment liggen de grootste kansen in investment grade bedrijfsobligaties die in grote hoeveelheden worden opgekocht door centrale banken. Dit geldt ook voor hypotheek en staatsobligaties van bijvoorbeeld Italië en Spanje en zelfs deels voor high yield. Zij bieden hogere rendementen dan voor de crisis en krijgen steun van de opkoopprogramma's. Beleggers die op zoek zijn naar een goedkope beleggingscategorie en willen profiteren van een eventueel herstel, kunnen aan grondstoffen denken. De olieprijsen zijn bijvoorbeeld historisch laag en de vraag naar olie trekt aan in landen waar de lockdown al gedeeltelijk is opgeheven.'



### Wat zijn de economische vooruitzichten voor de tweede helft van 2020?

> 'Elke econoom verwacht nu voor 2020 een diepe wereldwijde recessie. Wij zijn daarop geen uitzondering. We verwachten dat de wereldeconomie zo'n 3% krimpt dit jaar, waarbij grote blokken als de EU en de VS zo'n 7% tot 8% zullen krimpen. Het dieptepunt daarvan hebben we inmiddels achter ons. Dat viel in onze ogen in de maand april, toen praktisch de hele wereld in een lockdown zat. Met het loslaten van de lockdown-maatregelen zal herstel volgen, maar wij verwachten geen V-vormig herstel. Eerder U-vormig. En de rechterpoot van de U zal veel schuiner omhoog gaan. Faillissementen en werkloosheid eisen langduriger hun economische tol.'

### Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers?

'Er zijn best wat kansen. Bedrijven die profiteren van trends die door het coronavirus worden versneld, zoals thuiswerken, online bestellen en bezorgen, doen het goed. Daarnaast zijn er ook kansen in bedrijven die momenteel flink te lijden hebben. Een aantal daarvan is inmiddels dermate geprijsd, dat zij weer aantrekkelijker worden. Zo lijken de koersen van een aantal vastgoedbedrijven in te prijzen dat er nooit meer iemand een fysieke winkel gaat bezoeken of naar kantoor komt. Maar in onze ogen is de toekomst nu onduidelijker dan bijvoorbeeld een jaar geleden. Spreiding lijkt daarom belangrijker dan ooit en die kun je ook bereiken door de genoemde kansen te combineren. Dé grote bedreiging is in onze ogen dat de aandelenmarkt op dit moment erg ver vooruitloopt op economisch herstel en dat andere risico's, zoals geopolitieke spanningen, genegeerd lijken te worden. Het stimulerende beleid van centrale banken heeft geleid tot een herstel op de aandelenbeurzen, maar ook tot historisch hoge waarderingen. Al met al schatten we de neerwaartse risico's momenteel hoger in dan de opwaartse.'



### Wat zijn de economische vooruitzichten voor de rest van 2020?

> 'Het is nog te vroeg om de ingrijpende gevolgen van Covid-19 volledig te overzien. Natuurlijk komt het herstel op een gegeven moment op gang wanneer economieën ontwaken uit hun gedwongen winterslaap.

De timing, aard en duurzaamheid van het herstel hangt van enkele belangrijke aspecten af. Komt er een vaccin? En zo ja, wanneer? Zal een 'tweede golf' zorgen voor een nieuwe lockdown? Is er momenteel slechts sprake van uitstel van economische activiteit, of moet het verlies worden genomen? Welke structurele veranderingen drukken straks een stempel op de vraag, op de werkgelegenheid, op bedrijfsmodellen, op wereldwijde toeleveringsketens en op de rol van overheden in vrijemarkteconomieën? We weten het gewoon niet.'

### Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers?

'De markten lopen momenteel ver vooruit op het economisch herstel, vooral door de harde beleidsingrepen, en zijn daardoor over het algemeen minder goedkoop dan in maart. Beleggers dienen op hun hoede te blijven, omdat ze niet gewend zijn met zo'n allesomvattende crisis om te gaan. De inzet is duidelijk verhoogd en dat moet alarmbellen doen rinkelen.

Bij obligaties zit asymmetrie van risico in ons DNA. Enerzijds zijn er sectoren die nog geen herstel hebben laten zien en daar liggen zeker kansen. Er is evenwel eerst diepgravend kredietwaardigheidsonderzoek nodig om die te kunnen benoemen. Anderzijds hebben sommige ondernemingen een zodanig herstel laten zien, dat het verminderen van de exposure zinvol is. 'The name of the game' is nu: roteren.'



Keith Wade, Hoofdeconoom, Schroders



Foto: Archief Schroders

### Wat zijn de economische vooruitzichten voor de tweede helft van 2020?

> 'Hoewel er tekenen zijn dat het virus langzaam maar zeker onder controle wordt gebracht en de lockdown geleidelijk wordt opgeheven, twijfelen we of het economisch herstel snel zal verlopen. De gevolgen van de pandemie zullen nog lang doorwerken. Nadat de eerste schok is vervaagd en het virus is bedwongen, zullen huishoudens en bedrijven voorzichtigheid blijven betrachten. Dit betekent dat de consumentenbestedingen en bedrijfsinvesteringen op een lager pitje zullen staan.

We zien op dit moment het klassieke proces van 'creative destruction' zich voltrekken in de economie. Sommige bedrijfssectoren worden zwaar geraakt en zien werkgelegenheid verdwijnen, maar de economie herschikt zich en verplaatst middelen naar sectoren waar sprake is van groei. Voorlopig zal er sprake zijn van onbenutte productiecapaciteit, die een neerwaartse druk zal uitoefenen op de inflatie tot 2021 en zelfs tot in 2022. De eurozone kampte voor de crisis al met lage inflatie. Het is goed mogelijk dat zich periodes van deflatie zullen aandienen.'

### Wat zijn de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers?

'In een wereld van lage inflatie of deflatie zou je belegd willen zijn in vastrentende waarden, met name staatsobligaties, omdat die betrekkelijk veilig zijn. Interessant voor beleggers zijn bedrijven die veerkrachtig zijn en goed kunnen presteren in het huidige klimaat. De vooruitzichten voor de technologie-, gezondheidszorg- en biotechnologiesector zijn positief. Als gevolg van de lockdown zal technologie voor onder meer werken op afstand, online communicatie en e-commerce zich sneller ontwikkelen. Veel bedrijven zullen ernaar streven de toeleveringsketens weerbaarder te maken door bijvoorbeeld meer robotica in te bouwen en AI toe te passen. Dat biedt kansen.'

Joost van Leenders, Senior Beleggingsstrateeg, Van Lanschot Kempen



Foto: Archief Van Lanschot Kempen

### Wat zijn de economische vooruitzichten voor de tweede helft van 2020?

> 'De uitbraak van het coronavirus heeft de economische vooruitzichten volledig overhoop gehaald. In het eerste kwartaal was al een krimp te zien in grote delen van de wereldeconomie, maar in het tweede kwartaal wordt dat nog veel erger. Er is sprake van een ongekend diepe recessie, waar mechanismen die normaal enkele kwartalen duren, nu in een paar maanden worden samengeperst. Wij rekenen op een U-vormig herstel. Na het tweede kwartaal is het ergste achter de rug, maar herstel komt gematigd. Dat betekent voorlopig hogere werkloosheid, hoge overheidstekorten en toenemende overheidsschulden.'

### Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers?

'Voor beleggers zijn er veel onzekerheden, omdat de wereldeconomie is geraakt op een manier die we nauwelijks kennen. Hoe het virus zich verder ontwikkelt, hoe snel sociale beperkingen kunnen worden opgeheven en hoe consumenten en bedrijven daarop reageren, is moeilijk te voorspellen. De lage rente maakt staatsobligaties minder aantrekkelijk, hoewel de kans op kapitaalverlies in deze categorie wel is afgenomen. Aan de vastrentende kant vinden we veilige bedrijfsobligaties, obligaties uit opkomende economieën en hoogrentende bedrijfsobligaties aantrekkelijker. Met aandelen zijn we wat voorzichtig. Natuurlijk is een economische opleving positief voor aandelen, maar de markt is daar al flink op vooruit gelopen. Als het nog een tijd duurt voor we de oude niveaus van bedrijvigheid halen, kost het ook tijd voor winsten om te herstellen. Afgezet tegen de huidige winsten, maar ook tegen de verwachte winsten, zijn aandelen behoorlijk hoog gewaardeerd.'

# CONCLUSIE

## Conclusie

De geraadpleegde vermogensbeheerders zijn redelijk eensgezind in hun verwachtingen: we krijgen nog dit jaar een herstel te zien van de economische recessie waarin we ons op dit moment bevinden. Maar, zo waarschuwen ze ook, de risico's zijn groot. Een tweede golf van coronabesmettingen zou elke bescheiden economische verbetering weer ongedaan kunnen maken en niemand weet hoe lang een vaccin nog op zich laat wachten.

Toch klinkt door al het voorzichtig optimisme heen ook een wat zorgelijk geluid. Het herstel zou weleens van korte duur kunnen zijn. De effecten van de coronapandemie kunnen diepere sporen achterlaten dan nu gedacht.

Dat is volgens veel experts vooral op individueel niveau zichtbaar: niet alle bedrijfsmodellen zullen in de toekomst levensvatbaar zijn.

In die situatie is het zoeken naar kansen voor beleggers. Die worden volgens de door ons ondervraagde beleggingsexperts vooral gevonden in investment grade-bedrijfsobligaties. Ook high yield-obligaties worden vaak genoemd.

Staatsobligaties vallen duidelijk in de categorie waar geen consensus over is. De een roemt de veiligheid, de ander hekelt het lage rendement, dat nog minder aantrekkelijk is wanneer sprake is van stijgende inflatie.

Over de aandelenmarkt is men wel vrij gelijkgezind: die loopt nu te ver vooruit op economisch herstel en kent te hoge waarderingen. Maar een belegger zou een belegger niet zijn als ook hier geen kansen in te vinden waren. Die zien de vermogensbeheerders in de technologiesector en in de gezondheidssector. Ook opkomende markten worden meerdere malen genoemd.

Hoewel geen van de vermogensbeheerders die we voor onze eindejaarseditie van 2019 raadpleegden zich uiteindelijk jubelend uitte over de verwachtingen voor 2020, had niemand uiteraard kunnen voorzien dat amper drie maanden later een virus de economische groei in de wereld zo snel kon stoppen en hun voorspellingen zo onbruikbaar kon maken. Bij het maken van nieuwe voorspellingen voor de rest van 2020 omkleden alle experts hun verwachtingen met grote onzekerheid. Alles zou zomaar weer anders kunnen worden. Eén expert durft het zelfs nog wat scherper te stellen: 'We weten het gewoon niet.'

