

Perspectives

Analyse van de financiële markten

Macro-economisch klimaat

3

- De quarantainemaatregelen die de verspreiding van het coronavirus moeten tegengaan, leiden tot een wereldwijde recessie die historische proporties zou kunnen aannemen.
- De politieke en monetaire autoriteiten nemen monetaire en begrotingsmaatregelen om de economie te ondersteunen.
- De coronapandemie zal enkele trends die zich de laatste jaren zijn beginnen af te tekenen, zoals een grotere rol voor de overheid, nog meer macht voor multinationals in oligopolies en groeiende sociale ongelijkheid, waarschijnlijk versterken.

Financiële markten

9

- De markten leven op, omdat beleggers uitgaan van een sterke versnelling van de economische groei in de tweede helft van het jaar, al lijkt dat ijdele hoop.
- Op langere termijn zouden enkele factoren die vroeger bijzonder gunstig waren voor de financiële markten kunnen omslaan.
- Goud is meer dan ooit noodzakelijk in een gediversifieerde portefeuille.

Bezoek ook onze website

www.bli.lu

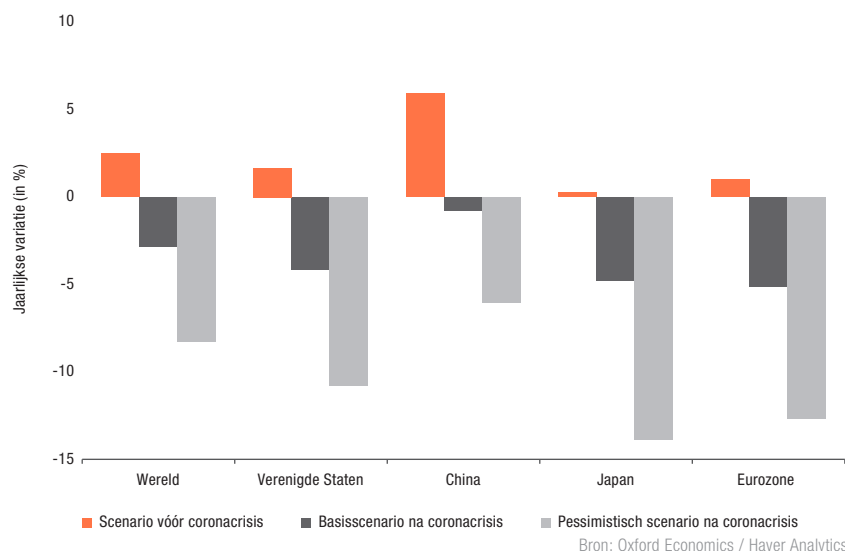
Een publicatie van

BLI - Banque de Luxembourg Investments S.A.



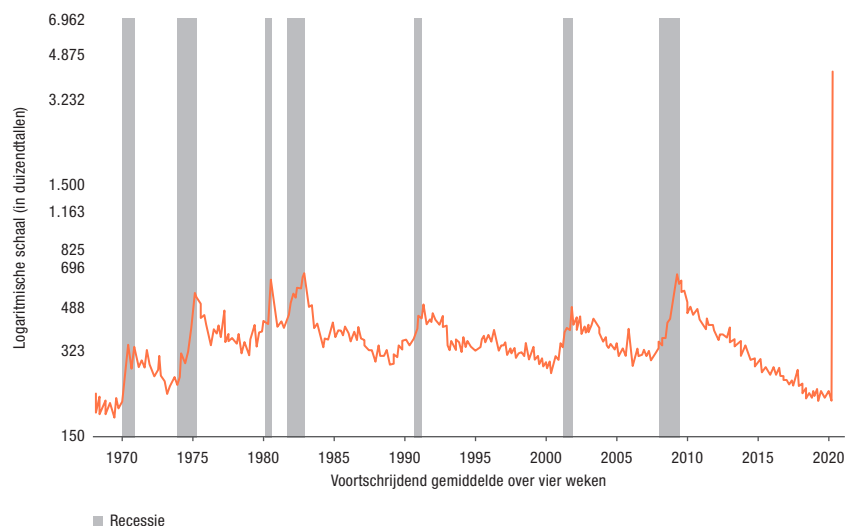
Macro-economisch klimaat

RAMING VAN DE BBP-GROEI IN 2020



De quarantainemaatregelen die de verspreiding van het nieuwe coronavirus moeten tegengaan, hebben de economische activiteit wereldwijd doen kelderen. De dienstensector, die in de ontwikkelde landen het grootste deel van het bbp genereert, is nagenoeg stilgevallen en een wereldwijde recessie is dan ook onvermijdelijk. In maart is de inkoopmanagersindex van de dienstensector (gepubliceerd door IHS Markit) in alle regio's fors gedaald, tot 39 in de Verenigde Staten, tot 28 in de eurozone en tot 33 in Japan. In de verwerkende industrie, die traditioneel cyclischer is dan de dienstensector, was de daling iets kleiner, maar ook daar zou de activiteit in de komende maanden verder kunnen achteruitgaan. In China heeft de economische activiteit zich na de duik van februari in maart gestabiliseerd, doordat de quarantainemaatregelen werden versoepeld. Maar ze blijft ver onder het niveau van voor de uitbraak van het coronavirus. Aangezien niemand weet hoelang deze gezondheids crisis gaat duren, is het moeilijk te zeggen hoe groot de economische schade uiteindelijk zal zijn. Als de quarantainemaatregelen ook nog een groot deel van het tweede kwartaal van kracht blijven, zou de wereldwijde recessie historische proporties kunnen aannemen.

AANTAL AANVRAGEN VOOR EEN WERKLOOSHEIDSUITKERING IN DE VS PER WEEK



In de Verenigde Staten hebben de quarantainemaatregelen abrupt een einde gemaakt aan de langste economische groeicyclus sinds de Tweede Wereldoorlog. Tot midden maart bedroeg het aantal aanvragen voor een werkloosheidsuitkering ongeveer 210.000 per week, maar in de week van 22 maart steeg dat cijfer exponentieel naar 3,3 miljoen en in de twee daaropvolgende weken zelfs naar 6,5 miljoen. Dat is de grootste stijging sinds het begin van de statistieken in 1967. De voornaamste troef van de Amerikaanse economie vóór de gezondheids crisis is sinds de uitbraak van het virus haar zwakste punt geworden. Het groeiende belang van de stabielere dienstensector ten opzichte van de cyclischere industrie was namelijk een van de belangrijkste motoren van de langste groeicyclus ooit. Niemand kan denken dat de economische activiteit van vandaag op morgen zou stilvallen door een gelijktijdige verlamming van ontelbare kleine ondernemingen, die vroeger minder cyclisch en minder sterk met elkaar gecorreleerd waren, omdat mensen afstand van elkaar moeten houden om de verspreiding van een virus tegen te gaan. Die economische krimp is de grootste sinds de grote depressie van de jaren 30.

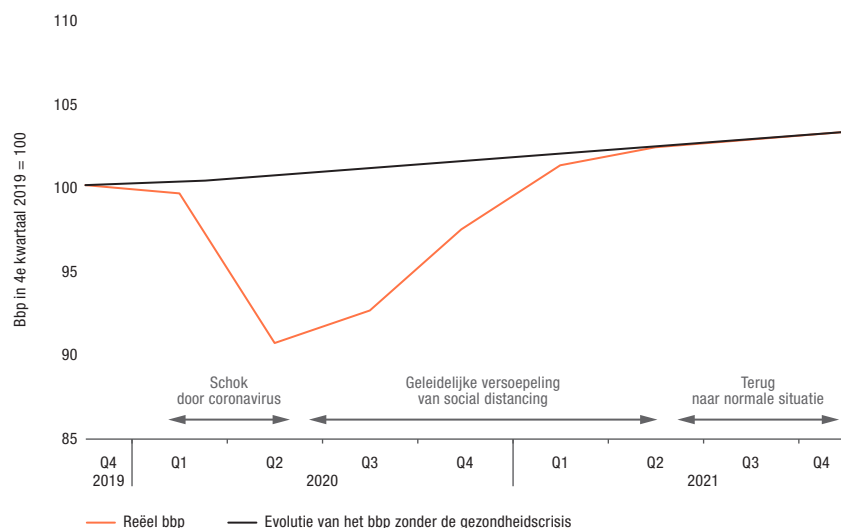
VOORNAAMSTE MAATREGELEN UIT DE CARES-WET ('CORONAVIRUS AID, RELIEF AND ECONOMIC SECURITY ACT')

Maatregel	Bedrag	Toepassing
Contante betalingen aan particulieren	290 miljard USD	1.200 USD per volwassene, 500 USD per kind. De betalingen dalen stapsgewijs voor grotere inkomens en wie meer dan 75.000 USD verdient, komt niet meer in aanmerking.
Verhoging van de werkloosheidsuitkeringen	250 miljard USD	Meer mensen zullen in aanmerking komen voor een uitkering, de uitkeringen zullen worden opgetrokken en er komt een bijkomende nooduitkering bovenop die van de staten.
Steun voor kleine ondernemingen	350 miljard USD	Opschorting van schulden op voorwaarde dat die worden gebruikt om de lonen en extralegale voordelen van werknemers te blijven betalen en om de huur en de water-, elektriciteits- en telecommunicatierekeringen te betalen.
Steun voor zwaargetroffen bedrijven	500 miljard USD	75 miljard USD voor luchtvaartmaatschappijen en sectoren die verband houden met de nationale veiligheid. Het resterende bedrag zal worden gebruikt om tot 4.000 miljard USD aan leningen te krijgen bij de Federal Reserve.
Aanvullende begroting voor boekjaar 2020	340 miljard USD	Ongeveer 150 miljard USD voor de ziekenhuizen. 80% van dat bedrag wordt toegewezen via de staten en de lokale besturen. De meeste overheidsinstellingen krijgen extra middelen.
Verlaging van de vennootschapsbelasting	232 miljard USD	Uitstel van de sociale bijdragen van 2020 tot eind 2021 en verbetering van fouten in de wet op de verlaging van de belastingen en de werkgelegenheid.

Bron: Oxford Economics

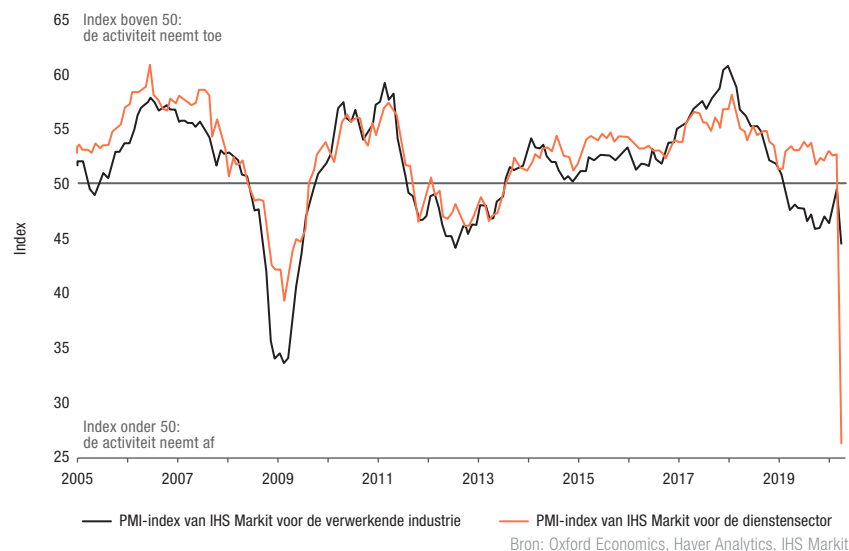
Gezien de omvang van de economische schok heeft de Amerikaanse overheid een steunpakket met een recordwaarde van 2.200 miljard dollar uitgewerkt. Die maatregelen zijn vastgelegd in de CARES-wet ('Coronavirus Aid, Relief and Economic Security Act'), die het Congres op 27 maart heeft goedgekeurd. Het pakket voorziet in hogere werkloosheidsuitkeringen en directe betalingen aan gezinnen met een lager inkomen en steun voor zowel kleine als grote bedrijven met kredieten, kredietgaranties en reddingsfondsen. Hoewel de uitgetrokken middelen goed zijn voor 9% van het nationale bbp, zullen ze niet volstaan om een grote economische krimp te voorkomen. Wel kunnen ze de nagenoeg onvermijdelijke val van de economische activiteit en de werkgelegenheid wat temperen en zullen ze bijdragen aan het herstel wanneer het virus onder controle is.

WAARSCHIJNLIJK SCENARIO VOOR HET ECONOMISCHE HERSTEL



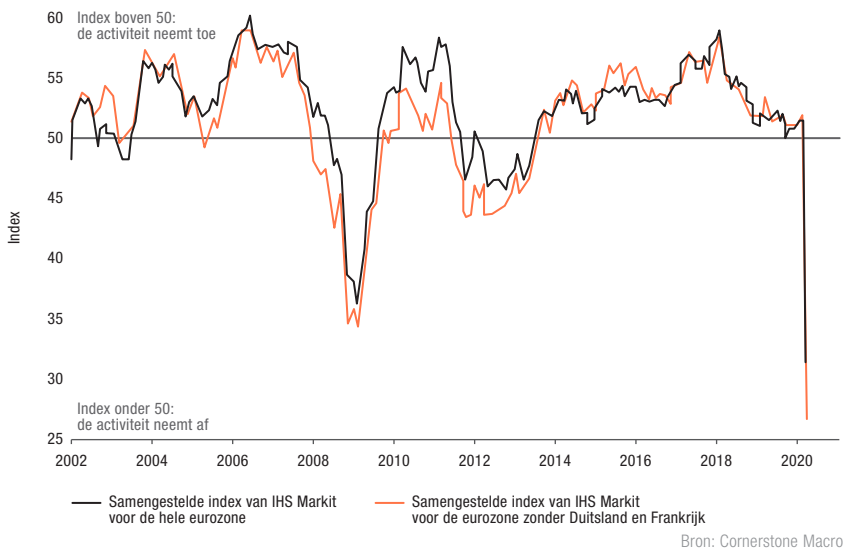
Hoe het economische herstel er na de coronapandemie uitziet, zal in ruime mate afhangen van de duur van de quarantaine. Als de social-distancingmaatregelen tien of twaalf weken van kracht blijven, zoals in China en vermoedelijk ook Italië, zou de economie in het derde kwartaal weer beginnen te groeien en in het vierde kwartaal sterk opleven. Daardoor zou de krimp van het reële bbp over heel 2020 ongeveer 4% bedragen. Het bbp zou dan in de tweede helft van 2021 weer op het niveau van voor de gezondheids crisis komen, waardoor het herstel U-vormig zou zijn. Dat scenario lijkt momenteel het waarschijnlijkst. Als de quarantainemaatregelen echter sneller ingetrokken worden, zou het economische herstel sneller en sterker kunnen zijn en een V-vorm kunnen aannemen. Dat scenario lijkt echter weinig waarschijnlijk. Als de quarantainemaatregelen ten slotte ook na het tweede kwartaal nog van kracht blijven, zouden de economische problemen fors toenemen. Dan komen namelijk de toeleveringsketens in gevaar, omdat heel wat tussenschakels van de keten wellicht failliet zullen gaan. Het economische herstel zou daardoor vertraging oplopen of zelfs onmogelijk worden, waardoor het bbp een L-verloop zou kennen. Hoewel een langdurige depressie evenmin het basisscenario is, lijkt ze wel waarschijnlijker dan een V-herstel.

INDICATOREN VAN DE ACTIVITEIT IN DE EUROZONE



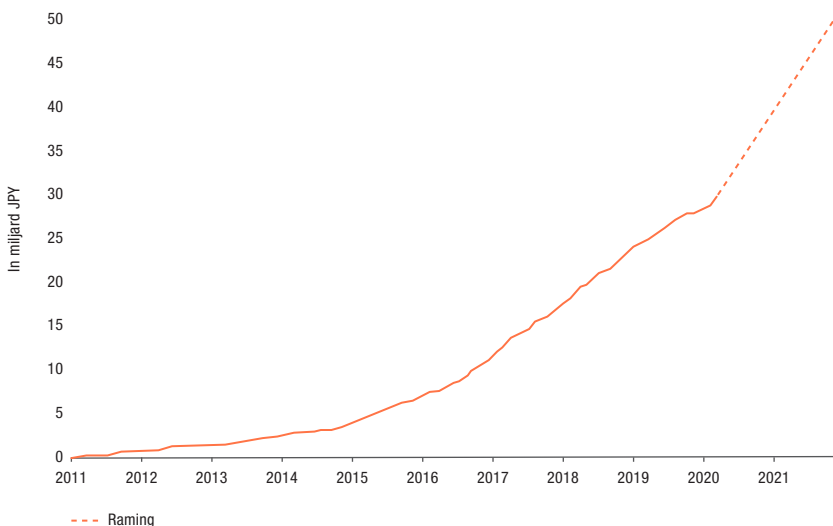
In Europa hebben de relatief strenge quarantainemaatregelen in de meeste landen de economie op korte termijn lamgelegd. De sluiting van cafés en restaurants en vrijwel alle activiteiten die niet als essentieel beschouwd worden, het stilvallen van het toerisme door het reisverbod en het toezicht van de ordediensten op de naleving van de social-distancingmaatregelen hebben de indicatoren van de activiteit in de dienstensector een stevige duik doen nemen, waardoor ze nog lager uitkwamen dan in de Verenigde Staten en Japan. Hoewel de activiteit in de industrie aanvankelijk minder sterk is gedaald dan in de dienstensector, zouden de bedrijfsinvesteringen in de komende weken een grote klap kunnen krijgen. Een val van de export lijkt ook onvermijdelijk, ondanks de inspanningen van de overheden om het internationale goederenvervoer te laten doorgaan. In tegenstelling tot de Verenigde Staten zal Europa waarschijnlijk wel een minder dramatische stijging van de werkloosheid zien, omdat er in de meeste Europese landen regelingen inzake werktijdverkorting bestaan. Dankzij die regelingen zouden bedrijven het aantal ontslagen moeten kunnen beperken, op voorwaarde dat de quarantaine niet te lang aansleept.

INDICATOREN VAN DE ACTIVITEIT IN DE EUROZONE



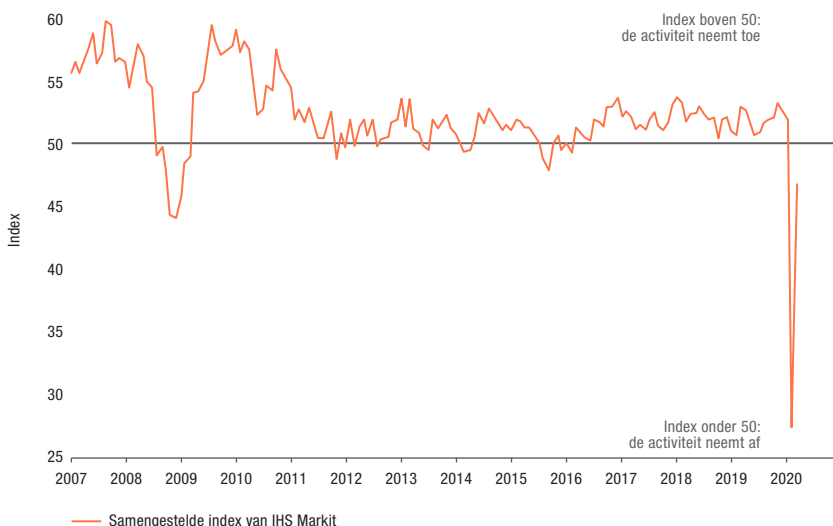
Door de gezondheids crisis weerklinkt in Zuid-Europa weer de roep naar eurobonds of, gezien de situatie, coronaobligaties. Dat zijn gemeenschappelijke schulden waarvoor alle eurolanden hoofdelijk aansprakelijk zijn. Die roep weerklinkt des te luider, omdat Italië en Spanje bijzonder zwaar getroffen zijn door het virus, wat de steun en solidariteit van de Europese partners rechtvaardigt. Voorlopig zijn eurobonds echter niet aan de orde. De mogelijkheid is weliswaar niet definitief van tafel geveegd, maar ze werd voorlopig wel weer in de koelkast gestopt omdat de Noord-Europese landen, waaronder vooral Nederland, tegen zijn. De Europese partners zijn uiteindelijk overeengekomen om het Europees Stabiliteitsmechanisme (ESM) te gebruiken, een reddingsfonds dat in 2012 naar aanleiding van de staatsschuldencrisis werd opgericht. Het fonds wordt gezamenlijk gewaarborgd door alle lidstaten van de eurozone en verstrekt lidstaten onvoorwaardelijke leningen, met een maximum van 2% van het bbp per ondersteund land. Aanvullend zal de Europese Commissie voor 100 miljard euro aan kredieten kunnen verstrekken, waarmee landen hun regelingen inzake werktijdverkorting kunnen financieren. Ten slotte trekt de Europese Investeringsbank 200 miljard euro extra uit voor kredieten aan bedrijven (in het bijzonder kmo's). Aangezien er geen eurobonds komen, werd voorts overeengekomen om een tijdelijk, doelgericht steunfonds op te richten. Hoe dat juist zal werken, moet echter nog worden bepaald.

TOTALE BELEGGINGEN IN TRACKERS OP DE BALANS VAN DE JAPANESE CENTRALE BANK



Hoewel de quarantainemaatregelen heel wat minder streng zijn in Japan dan in Europa en de Verenigde Staten, hebben de sluiting van openbare ruimten en de afgelasting van grote evenementen in het land niet alleen het toerisme doen stilvallen, maar ook tot een algemene daling van de consumptie geleid. Het uitstel van de Olympische Spelen van Tokio met één jaar tot de zomer van 2021 was een bijzonder zware slag voor de hoofdstad. Gezien de keldering van het ondernemersvertrouwen hoeven we niet te hopen op een snel herstel van de bedrijfsinvesteringen, die in het vierde kwartaal van vorig jaar ook al fors waren gedaald. De industriële productie zal zwaar lijden onder de zwakke export als gevolg van de ineenstorting van de internationale handel. Net als in de Verenigde Staten en Europa heeft de regering in Japan een uitgebreid steunpakket aangekondigd. Bovendien heeft de Japanse centrale bank midden maart haar effecteninkopen verhoogd en een nieuwe kredietfaciliteit opgezet.

INDICATOR VAN DE ACTIVITEIT IN CHINA



Het aantal besmettingen met het coronavirus blijft wereldwijd stijgen, maar in China, waar alles is begonnen, lijkt de situatie intussen onder controle. Volgens de officiële cijfers komen er dagelijks 20 tot 40 nieuwe gevallen bij, waarvan de meeste afkomstig zijn uit het buitenland. De economische activiteit heeft zich in maart gestabiliseerd na de forse daling van de eerste twee maanden van het jaar. De samengestelde inkoopmanagersindex van Caixin is gestegen van 27,5 in februari naar 46,7 in maart, wat aangeeft dat de activiteit in maart min of meer stabiel is gebleven ten opzichte van het zeer lage niveau van februari. De economie zou in het tweede kwartaal verder moeten aantrekken, aangezien bedrijven stilaan weer op gang komen. De export is echter zwak en mensen zijn minder geneigd om naar restaurants, hotels en winkels te gaan dan voor de crisis, wat het herstel wellicht zal afremmen. Hoewel de overheid monetaire en fiscale steunmaatregelen heeft genomen, zijn die erg bescheiden in vergelijking met de maatregelen die ze heeft genomen tijdens de financiële crisis van 2009 en met die van andere landen. Als de autoriteiten niet bijsturen, zou het Chinese bbp dit jaar stabiel kunnen blijven of zelfs licht kunnen dalen.

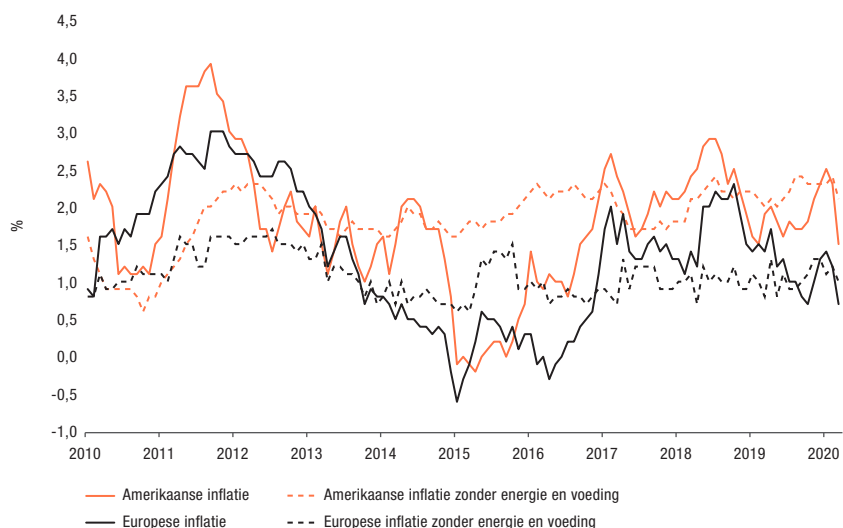
OLIEPRIJS



Bron: Bloomberg

De olieprijsen zijn sinds het begin van het jaar gekelderd. In januari kostte een vat olie 70 dollar, maar begin april was dat nog amper 20 dollar. Sindsdien heeft de prijs zich licht hersteld. Die daling van de olieprijsen is te wijten aan een groot onevenwicht tussen vraag en aanbod. Enerzijds is de vraag fors gedaald door de ineenstorting van de economie als gevolg van de coronapandemie, en anderzijds werd het aanbod niet aangepast door grote spanningen tussen Saoedi-Arabië en Rusland begin maart. Beide landen vochten namelijk om marktaandeel in plaats van de productie terug te schroeven. Er zou een geopolitieke doelstelling achter dat conflict kunnen zitten, aangezien de lage olieprijsen een groot deel van de Amerikaanse olie-industrie bedreigt. De schalieoliesector heeft namelijk hogere prijzen nodig om rendabel te zijn. In april hebben de olielanden het conflict bijgelegd. Daarbij zijn de OPEC-landen en Rusland overeengekomen om de productie met tien miljoen vaten per dag te verlagen. Hoewel dat ongeveer 10% van de wereldwijde productie is, zou dat onvoldoende kunnen zijn om de prijzen weer snel naar het niveau van het begin van het jaar terug te brengen, gezien de zwakke vraag en de grote voorraden die de voorbije weken zijn opgebouwd.

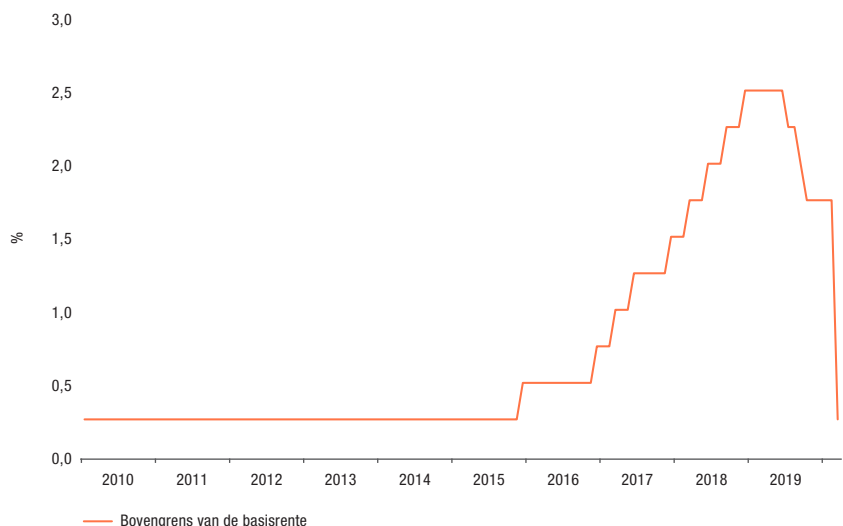
INFLATIE



Bron: Bloomberg

Door de coronacrisis worden de inflatievooruitzichten onzekerder. Op korte termijn zal de economische recessie wellicht tot een algemene prijsdaling leiden, ook al zou de toegenomen vraag naar basisconsumptiegoederen, meer bepaald voeding en hygiëneproducten, ook voor wat opwaartse druk moeten zorgen. Op langere termijn neemt de onzekerheid toe, omdat de tijdelijke stopzetting van het productieapparaat tot een duurzame, algemene daling van het aanbod kan leiden. Als een groot aantal bedrijven over de kop gaat en de productie daardoor niet meer op het niveau van voor de crisis kan komen en als de vraag zich tegelijkertijd snel herstelt dankzij de fiscale en monetaire steunmaatregelen, zouden de prijzen over het algemeen kunnen beginnen te stijgen. Sommigen denken daarbij terug aan de situatie in Duitsland in de jaren 1920, toen de onderbreking van de industriële productie in het Ruhrgebied gepaard ging met een forse stijging van de geldhoeveelheid en aanleiding gaf tot de hyperinflatie van de Weimarrepubliek. Die vergelijking lijkt echter niet op te gaan, of is in ieder geval overdreven. Door de digitale revolutie kunnen overheden de evolutie van vraag en aanbod namelijk veel meer in real time volgen, waardoor ze de stimuleringsmaatregelen kunnen afbouwen als sterke inflatoire tendensen zouden opduiken. Er zijn voorlopig geen goede redenen om ervan uit te gaan dat het algemene prijsniveau fors zal stijgen.

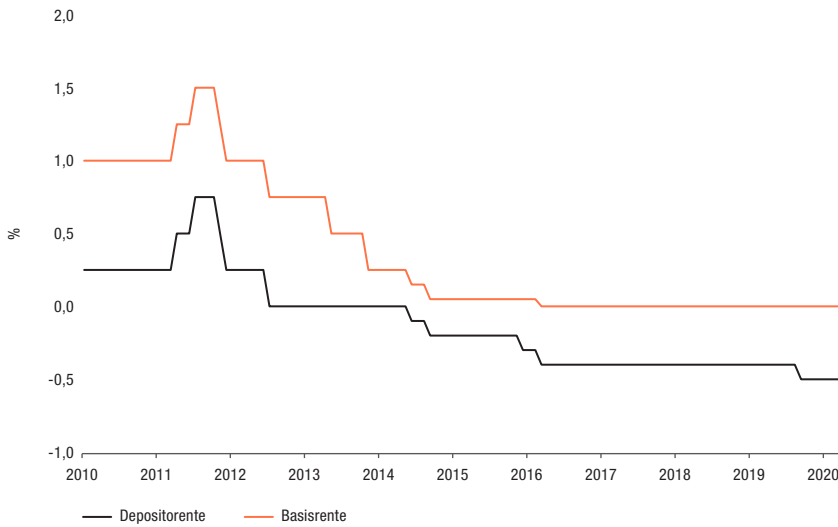
BASISRENTE VAN DE AMERIKAANSE FEDERAL RESERVE



Bron: Bloomberg

De monetaire-versepingsmaatregelen van de Amerikaanse Federal Reserve gaan deze keer veel verder dan ten tijde van het faillissement van Lehman in de financiële crisis van 2008. In maart heeft de centrale bank haar basisrente als noodmaatregel in twee stappen met 150 basispunten verlaagd tot nagenoeg 0%. Bovendien komt er een nieuwe kwantitatieve versoepeling, in het kader waarvan de centrale bank staatsobligaties en hypotheekeffecten zal opkopen. De Federal Reserve kondigde verder nieuwe kredietfaciliteiten aan, onder meer om de markt voor investment-grade bedrijfsobligaties en de kredietverlening aan kmo's te ondersteunen. Ten slotte werd een versnelling hoger geschakeld in de wisseltransacties met andere centrale banken over de hele wereld om dollarschaarste buiten de Verenigde Staten te voorkomen. Al die maatregelen zullen de balans van de Federal Reserve flink doen aanzwellen, tot ten minste 9.000 miljard dollar tegen het eind van het jaar, wat overeenkomt met bijna 45% van het bbp.

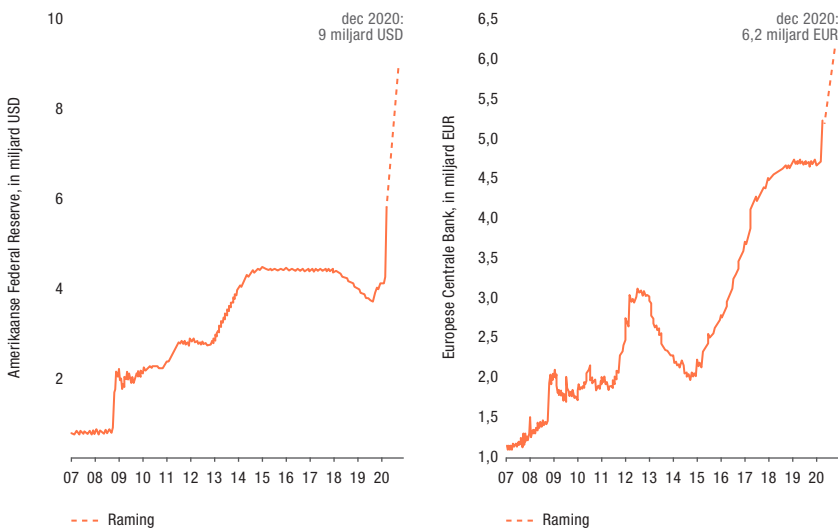
VOORNAAMSTE RENTEVOETEN VAN DE EUROPESE CENTRALE BANK



Bron: Bloomberg

Na een eerste voorzichtige reactie heeft de Europese Centrale Bank (ECB) het voorbeeld van de andere centrale banken gevolgd en grootschalige maatregelen genomen. Zo kondigde ze in maart een bijkomend programma voor de inkoop van staats- en bedrijfsobligaties aan met een waarde van 750 miljard euro. Gezien de bedragen die Mario Draghi, de voorganger van de huidige voorzitter Christine Lagarde, in 2019 al had vooropgesteld, zal de balans van de centrale bank tegen het einde van het jaar met op zijn minst 1.000 miljard euro toenemen. De ECB heeft ook laten weten af te stappen van de evenredigheidsregel, die moest voorkomen dat een bepaalde lidstaat een voorkeursbehandeling kreeg door de aankopen van staatsobligaties te beperken tot maximaal 33% van de totale schuld van een land in het kader van de kwantitatieve monetaire versoepeling. De rentevoeten van de ECB bleven evenwel ongewijzigd, aangezien ze al erg laag (basisrente 0%) of zelfs negatief (depositorente -0,5%) waren.

BALANS VAN DE CENTRALE BANKEN



Bron: Evercore ISI

De coronapandemie zal naar verwachting heel wat trends van de voorbije jaren versterken. Ten eerste zullen overheden door de geleidelijke versmelting van monetaire en begrotingsmaatregelen wellicht een alsmaar grotere rol spelen, aangezien politici en centrale bankiers door de financiële repressie sinds het faillissement van Lehman de zeggenschap over de kapitaaltoewijzing definitief naar zich toegetrokken hebben. Verder zullen multinationals die deel uitmaken van een oligopolie versterkt uit de crisis komen. Ze hebben namelijk grote cashreserves dankzij hun dominante marktpositie en worden extra beschermd door de overheden, omdat ze volgens hen van systeembelang zijn. Ten slotte zou de gezondheids crisis de sociale ongelijkheid nog meer kunnen doen toenemen. Kmo's zijn een grote bron van werkgelegenheid, maar lijden bijzonder sterk onder de quarantainemaatregelen, en de subsidies zullen voor hen waarschijnlijk onvoldoende zijn. Ten slotte zou de stijging van de overheidsschuld op middellange termijn tot hogere belastingen kunnen leiden, en eens te meer zal het dan de middenklasse zijn die het grootste deel zal moeten ophoesten.



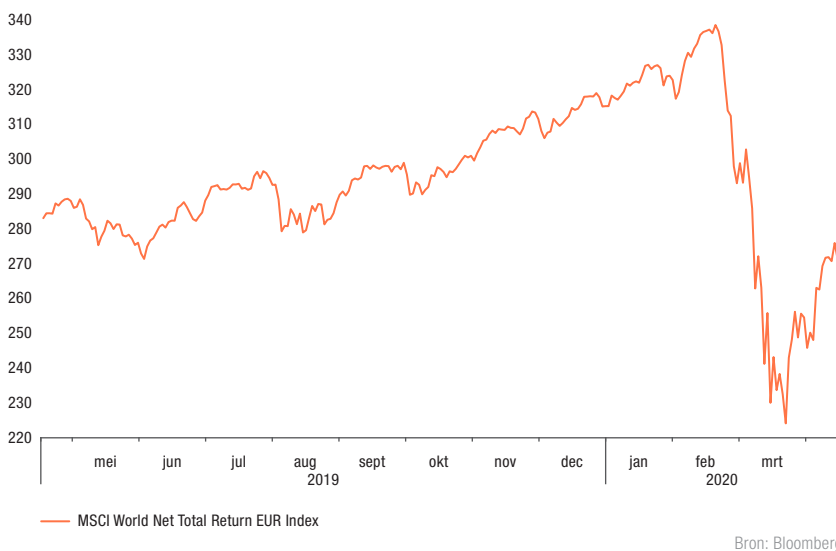
Financiële markten

PRESTATIE VAN DE VERSCHILLENDE SECTOREN IN HET EERSTE KWARTAAL



De markten hebben in het eerste kwartaal wereldwijd een flinke duik genomen. In het algemeen zijn ze nog nooit eerder zo sterk gedaald op zo'n korte tijd. De Amerikaanse markt heeft bijvoorbeeld haar slechtste kwartaal uit de geschiedenis achter de rug. De meest cyclische sectoren kregen de zwaarste klappen. Vooral de energiesector werd midscheeps getroffen, meer bepaald door de prijzenoorlog tussen Saoedi-Arabië en Rusland. Bij de defensievere sectoren zoals gezondheidszorg en basisconsumptie bleef de schade echter binnen de perken. Regionaal gezien, hebben de Aziatische markten beter standgehouden dan de Amerikaanse en de Europese (in lokale munt). Dat is vrij ongebruikelijk, maar we mogen niet vergeten dat die markten in 2019 minder sterk waren gestegen.

ONTWIKKELING VAN DE MONDIALE AANDELENINDEX IN EURO



Na de dieptepunten van maart zijn de meeste beurzen fors opgeveerd. Zo noteerden de voornaamste indexen midden april alweer ongeveer 25% boven hun dieptepunt. Dat betekent dat ze op drie weken tijd 50% van hun verlies hebben goedge maakt. De snelste marktdaling ooit werd dus gevolgd door het snelste herstel ooit. Het moet evenwel gezegd worden dat er niets normaal was aan de daling van de markten. De beurzen zijn gekelderd door een ongeziene economische vertraging, die de overheden opzettelijk hebben veroorzaakt om de verspreiding van een virus tegen te gaan. Tegelijkertijd hebben die overheden echter ook ongeziene monetaire en fiscale steunmaatregelen getroffen.

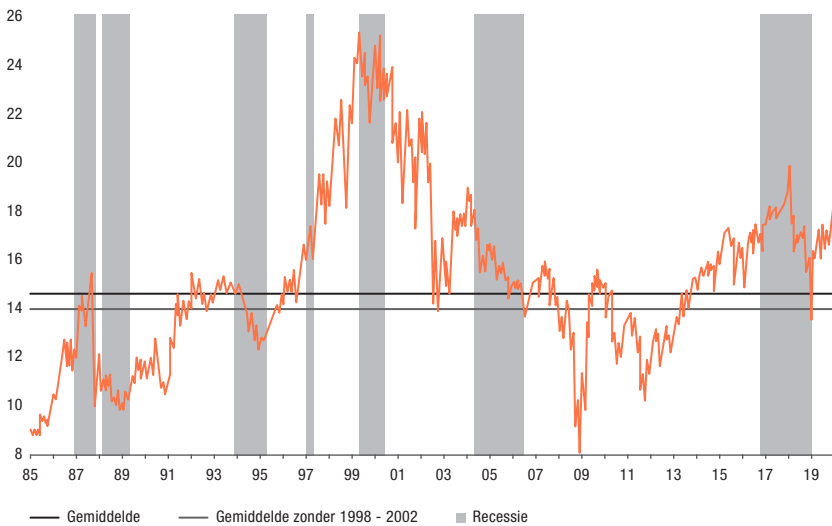
ONTWIKKELING VAN DE MONDIALE AANDELENINDEX TIJDENS DE BERENMARKT VAN 11.2007 – 03.2009



Bron: Bloomberg

Spectaculaire opflakeringen op beursmarkten zijn niet ongewoon, maar betekenen niet dat er weer een duurzame opwaartse trend is begonnen. De hamvraag blijft voorlopig hoelang de economische vertraging zal aanhouden en welke vorm het herstel nadien zal aannemen. Het is duidelijk dat, hoe langer deze situatie aansleept, hoe groter de schade voor de wereldeconomie zal zijn. De markt is voorlopig optimistisch. Beleggers gaan namelijk uit van een erbarmelijk tweede kwartaal en een fors herstel in de tweede helft van het jaar. Maar dan moet de verspreiding van het virus wel snel gestopt worden. Een sterke versnelling van de economische groei in de tweede jaarhelft, wat economen een V-herstel noemen, lijkt echter onwaarschijnlijk. Ten eerste zullen sommige sectoren de gemiste omzet misschien wel snel kunnen recupereren, maar zal dat zeker niet het geval zijn voor allemaal. Ten tweede mogen we de schade aan de productieketens niet onderschatten. Ten derde is het onmogelijk te voorspellen hoe de mensen zich na de versoepeling van de quarantainemaatregelen zullen gedragen, vooral als die versoepeling leidt tot een tweede besmettingsgolf. Deze crisis dreigt in ieder geval de werkloosheid en de spaarquote structureel te doen stijgen, en dat is geen goed nieuws voor economieën die vooral afhankelijk zijn van de gezinsconsumptie.

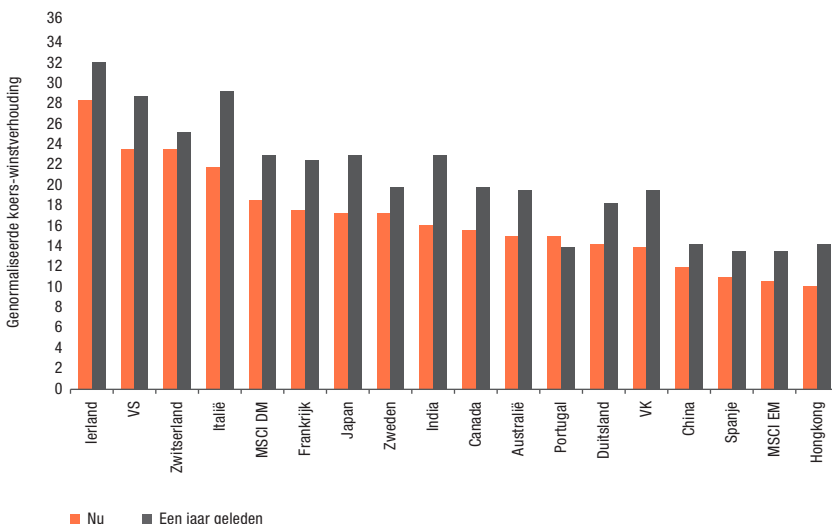
KOERS-WINSTVERHOUDING VAN DE S&P 500-INDEX OP BASIS VAN DE WINSTVERWACHTINGEN



Bron: Minack Advisors

Er zijn verder geen aanwijzingen dat beleggers de handdoek in de ring hebben gegooid, wat normaal gezien het geval zou zijn als de bodem was bereikt. Integendeel, heel wat beleggers lijken aangetrokken te worden door de schijnbare koopjes. De aandelenmarkten zijn echter verre van goedkoop, vooral wanneer we rekening houden met de winstdalingen en de dividendverlagingen die ons te wachten staan. Laat ons de Amerikaanse markt als voorbeeld nemen. Volgens de optimistische prognoses zal de gemiddelde winst per aandeel van de bedrijven uit de S&P 500 in 2021 160 USD bedragen. Tegen de huidige koers van de index (2.846 op 14.04.2020) komt dat overeen met een koers-winstverhouding van ongeveer 18. In eerdere recessies viel de koers-winstverhouding (op basis van de winstverwachtingen) van de S&P 500 terug tot 10 à 13. Anderzijds moeten we de val van de markten ook niet dramatiseren, hoe groot die ook was, aangezien de beurzen daarvoor namelijk fors waren gestegen. Op het huidige niveau is er echter geen enkele veiligheidsmarge meer voor het geval de situatie verder achteruitgaat. Door de opleving die op 23 maart is begonnen, noteert de S&P 500 namelijk weer min of meer op het niveau van een jaar geleden.

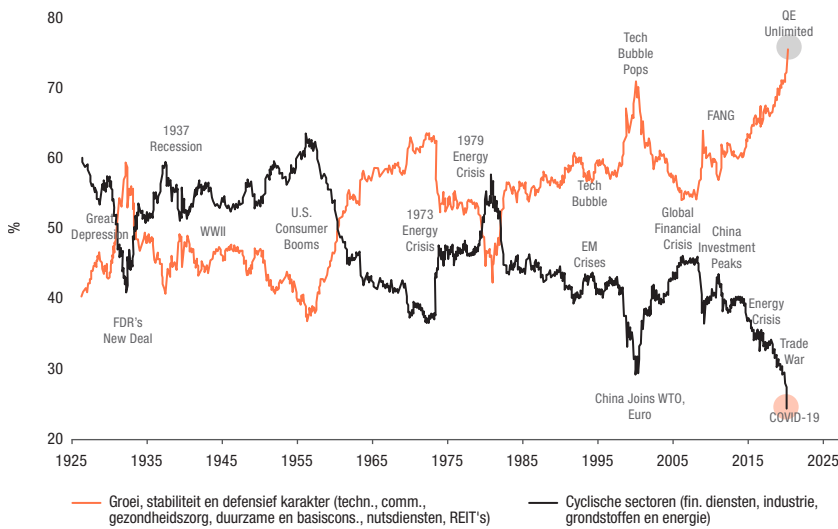
WAARDERING VAN DE AANDELENMARKTEN OP BASIS VAN DE GENORMALISEERDE KOERS-WINSTVERHOUDING



Bron: Minack Advisors

Het gebeurt maar zelden dat een beursmarkt eindigt zonder dat de bodem van de eerste verkoopgolf een tweede keer wordt bereikt. Waarom zou het deze keer anders lopen? De belangrijkste factor die daarvoor zou kunnen zorgen, is uiteraard dat er snel een geneesmiddel of zelfs een vaccin voor het virus wordt gevonden. Daarnaast is de schaal van de genomen monetaire en begrotingsmaatregelen enorm. De maatregelen van de Federal Reserve beperken het risico dat het stilvallen van de economische activiteit de kredietverlening onder druk zet en de herstart van de economie verhindert. Ten slotte blijkt uit het optreden van de Amerikaanse centrale bank dat ze de financiële markten wil ondersteunen en dat ze, ondanks dat de rente nagenoeg nul bedraagt, nagenoeg onbeperkte vuurkracht heeft.

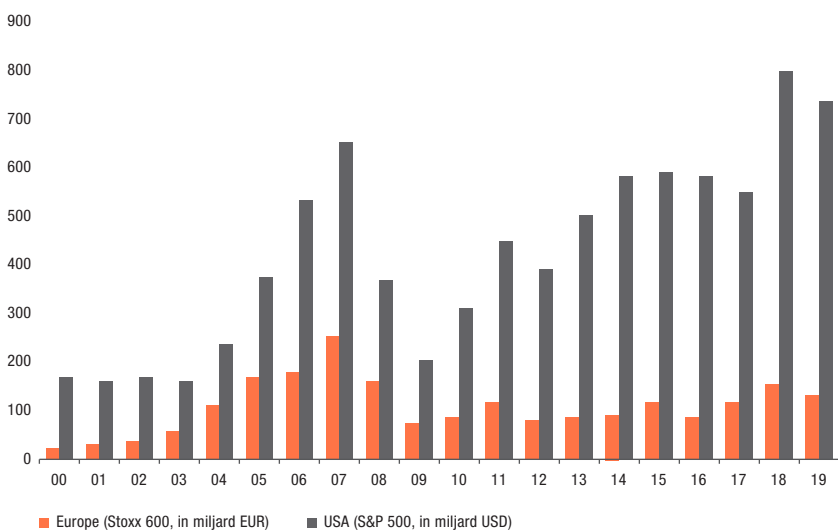
AANDEEL VAN DE CYCLISCHE SECTOREN IN DE S&P 500



Bron: Cornerstone

Heel wat beleggers lijken nu aangetrokken te worden door de sectoren en aandelen die fors zijn gedaald, maar dat is een erg riskante strategie. Het is beter de nadruk te leggen op de bedrijfskwaliteit. De beste bedrijven om in te beleggen, zijn die met een zeer gezonde balans en een duurzaam concurrentievoordeel die essentiële producten of diensten aanbieden en terugkerende inkomsten genereren. Bij zo'n aanpak blijft de nadruk liggen op de sectoren die ook voor de crisis al veel beter presteerden dan de brede markt, zoals basisconsumptie, technologie en gezondheidszorg. In het verleden hebben dalende markten wel tot wissels geleid aan de top van het klassement, maar na de crisis zullen de schulden nog groter zijn en zullen de rentevoeten nog langer erg laag blijven. In zulke omstandigheden zullen sectoren met een lange cyclus, zoals basisconsumptie, het normaal gezien goed blijven doen. De technologiesector zal van zijn kant profiteren van de nog grotere nadruk die op de digitalisering zal worden gelegd.

INKOOP VAN EIGEN AANDELEN IN DE VERENIGDE STATEN EN EUROPA



Bron: Bloomberg, Kepler Cheuvreux

Op langere termijn spelen er positieve en negatieve factoren voor de aandelenmarkten. Positief is ten eerste dat aandelen goedkoper zijn geworden als we ervan uitgaan dat alle andere factoren dan de beurskoersen stabiel zijn gebleven. Hun rendementspotentieel op lange termijn, dat erg laag was voor de val, is dus gestegen (al blijft het beperkt). Ten tweede kunnen we veronderstellen dat het nog lang zal duren voordat de centrale banken hun monetaire beleid weer zullen aanscherpen, en zullen ze tegelijkertijd alles in het werk stellen om een rentestijging te voorkomen. De rentevoeten zullen met andere woorden nog erg lang bijzonder laag blijven. Ten slotte kunnen we er ook van uitgaan dat het begrotingsbeleid expansief zal blijven, wat de (nominale) economische groei zou kunnen doen versnellen.

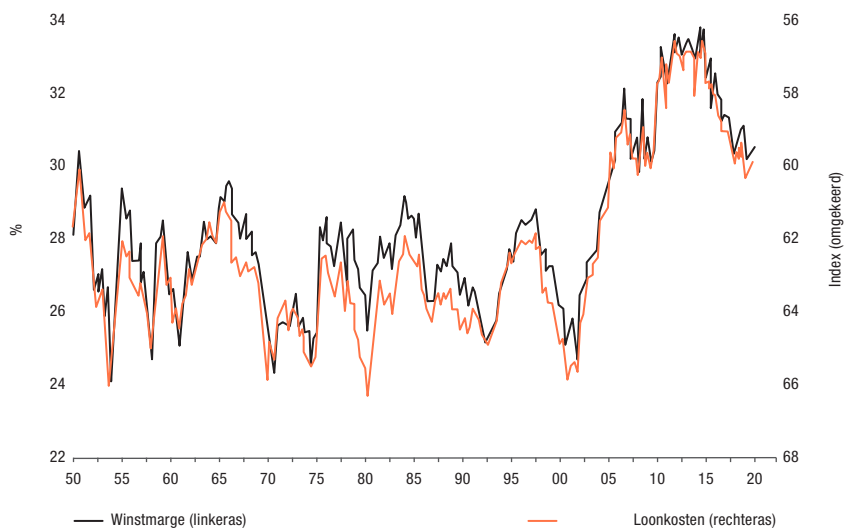
OMLOOPSNELHEID VAN GELD IN DE VERENIGDE STATEN



Bron: Bloomberg

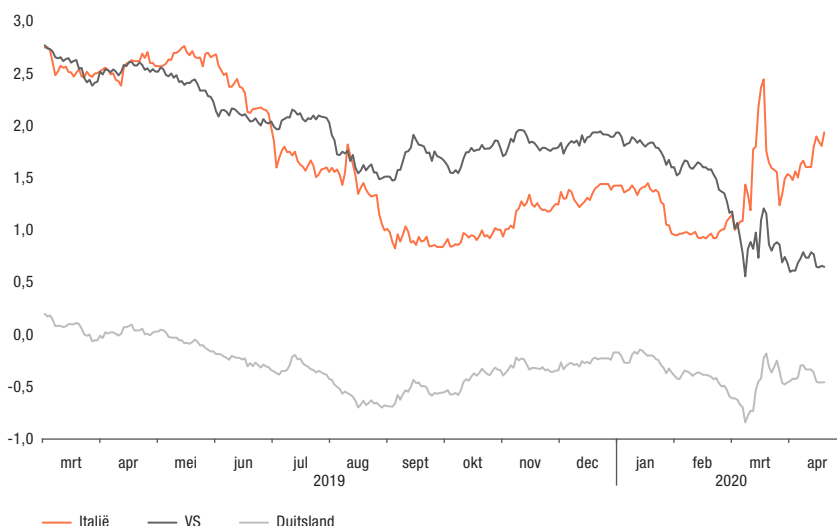
Negatief is dat het financieel-economische klimaat na de crisis helemaal anders zou kunnen zijn dan ervoor. Twee trends die in de laatste veertig jaar erg gunstig waren voor de financiële markten, zouden namelijk kunnen omslaan. De eerste trend is de lage inflatie, die een ongeziene daling van de rentevoeten mogelijk heeft gemaakt. Hoewel de crisis momenteel een deflationair effect heeft, zouden de gevolgen ervan op langere termijn wel eens inflatoir kunnen zijn. De westerse landen met een te grote schuld kunnen een langere periode van deflatie niet aan. Hun expansieve begrotingsbeleid, dat direct of indirect door de inschikkelijke centrale banken wordt gefinancierd, zal de inflatie vroeg of laat doen stijgen. Na de financiële crisis van 2008 en 2009 is een groot deel van de liquiditeiten die de centrale banken hadden verstrekt, in het financiële systeem gebleven door de algemene schuldafbouw in de privésector. De stijging van de geldhoeveelheid werd ruim gecompenseerd door de tragere omloopsnelheid van geld, en de inflatie is in de reële economie nooit echt van de grond geraakt. De nieuwe overheidsmaatregelen zouden daar verandering in kunnen brengen.

WINSTMARGES EN LOONKOSTEN IN DE VERENIGDE STATEN



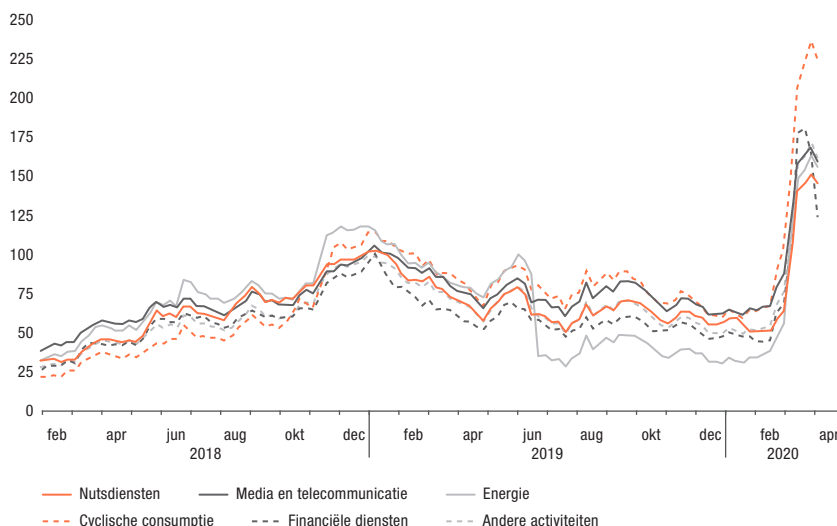
De tweede trend die bijzonder gunstig is geweest voor de markten, is de globalisering, die de winstmarges van bedrijven fors heeft doen stijgen. In een aantal landen, waaronder de Verenigde Staten, is daar ook nog eens een obsessie voor de optimalisering van de aandeelhouderswaarde (shareholder value) bijgekomen, waardoor heel wat bedrijven zich in de schulden gestoken hebben om eigen aandelen in te kopen of hun dividend op te trekken. Er was al tegenwind voor de uitbraak van het virus, en deze crisis zal de globalisering alleen maar verder afremmen. Ze heeft namelijk de kwetsbaarheid blootgelegd van een systeem dat geoptimaliseerd is voor de belegger en waarin de buffers en veiligheidsmaatregelen geleidelijk zijn afgebouwd of eenvoudigweg zijn afgeschaft met het oog op maximale rendementen. De veerkracht van dat systeem verhogen, zal ten koste van de bedrijfswinsten gaan. In dezelfde lijn kunnen we ervan uitgaan dat deze crisis ook de machtsverhouding tussen kapitaal en arbeid zal doen verschuiven in het voordeel van arbeid. Ten slotte zullen de maatregelen voor de financiële optimalisering van bedrijven afgebouwd worden, en mogelijk zelfs helemaal verdwijnen in de bedrijven die een beroep doen op overheidssteun. Inkopen van eigen aandelen zullen eerder uitzondering dan regel worden. Dat is geen onbelangrijk detail, aangezien de vraag naar Amerikaanse aandelen in de laatste jaren vooral kwam van bedrijven die hun eigen aandelen inkochten. Ten slotte zal de overheid naar verwachting een grotere rol in de economie spelen. De geschiedenis leert ons dat de waarderingratio's van aandelen in dat geval doorgaans dalen.

RENDEMENT OP DE VERVALDATUM



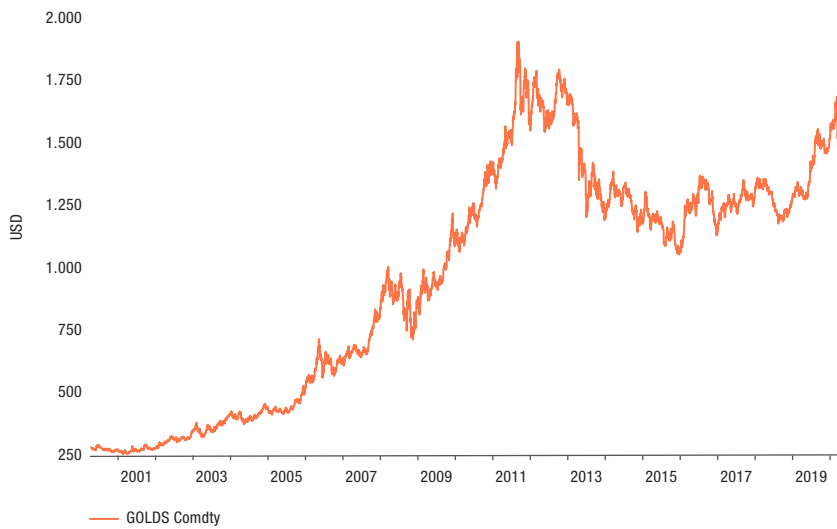
De obligatiemarkten hebben de laatste weken verschillende fasen doorgemaakt. In een eerste fase, toen de epidemie zich over Europa verspreidde, vertoonde de rente op de veiligste obligaties, zoals staatsobligaties met een AAA-rating, een algemene daling. In een tweede fase begon het renteverskil tussen bedrijfsobligaties en obligaties uit groeilanden enerzijds en staatsobligaties van hoge kwaliteit anderzijds te stijgen. In een derde fase bleef geen enkele obligatiecategorie meer gespaard. Ook staatsobligaties van hoge kwaliteit kwamen toen onder druk, omdat beleggers liquiditeiten nodig hadden. Amerikaanse en Duitse staatsobligaties waren geen uitzondering. De AAA-staatsobligaties van de eurozone bleven wel ruim achter bij Amerikaanse staatsobligaties. Voorts is het renteverskil tussen de perifere landen en de noordelijke landen van de eurozone fors opgelopen. Als beleggingscategorie beschikken obligaties natuurlijk niet langer over dezelfde troeven als vroeger. De risico-rendementsverhouding is nu veel minder aantrekkelijk, en bij staatsobligaties zou een lichte rentestijging volstaan om de koersdaling niet meer te kunnen goedmaken.

ONTWIKKELING VAN DE RENTESPREAD



Voor beleggers die zich bewust zijn van de risico's, bieden obligaties echter nog altijd kansen. Zo zijn bedrijfsobligaties nog aantrekkelijk dankzij de aankopen van de centrale banken in Europa en de VS. De spreads verruimen niet meer, en er zal wellicht heel wat kapitaal naar die beleggingscategorie vloeien door de herfinancieringsgarantie die bij een aantal bedrijven voortvloeit uit de aankopen van de Federal Reserve en de Europese Centrale Bank. Staatsobligaties in euro uit groeilanden bieden een rendement van bijna 3% bij een rentegevoeligheid van 6. In dollar stijgt dat rendement tot bijna 7% bij een soortgelijke rentegevoeligheid. Die beleggingscategorie heeft bijzonder zwaar geleden onder de COVID-19-crisis. Beleggers moeten echter selectief te werk gaan. De economische context lijkt nu minder gunstig voor een wereldwijd economisch herstel dan in 2008 en 2009. China, dat na 2008 een motor van de wereldeconomie is gebleven, lijdt nu ook onder de gevolgen van de pandemie en lijkt niet bereid om een groot economisch herstelprogramma op te zetten. De grondstoffenprijzen (olie, koper, koffie, cacao enz.) zijn gekelderd en zullen moeite hebben om weer op te veren. Dat is slecht nieuws voor de overheidsfinanciën van verschillende groeilanden. Enkele landen zullen weliswaar profiteren van de recente val van de olieprijs, maar het blijft nog maar de vraag hoe die landen de gevolgen van de gezondheids crisis (voor hun eigen bevolking en die van de ontwikkelde landen) zullen opvangen.

ONTWIKKELING VAN DE GOUDPRIJS



Bron: Bloomberg

De steunmaatregelen van de overheden lijken steeds meer op een financiering van de begrotingsuitgaven door de centrale banken. De ontwaarding van papiergeld gaat dus voort. Die trend is evenwel bijzonder goed nieuws voor goud. Heel wat beleggers ontdekken nu pas dat goud een munt is die geen tegenpartijrisico inhoudt en waarvan de waarde niet door een autoriteit kan worden verlaagd. De goudprijs is in dollar onlangs dan ook tot boven het niveau van begin 2013 gestegen. Goud noteert in verschillende munten op een recordhoogte. In een wereld waarin de rentevoeten nul bedragen of zelfs negatief zijn, zijn er eenvoudigweg geen opportuniteitskosten meer voor goud. De ongeziene steunmaatregelen zullen niet alleen de nu al historisch hoge schuldenlast verder doen aanzwellen, maar kunnen ook de inflatie op langere termijn fors doen opveren (het verleden toont trouwens dat de inflatie vaak gezien wordt als de beste oplossing voor schuldproblemen). Als de inflatie aantrekt, kunnen we ervan uitgaan dat de autoriteiten alles in het werk zullen stellen om een stijging van de rente op obligaties tegen te gaan. Dat maakt goud alleen maar aantrekkelijker voor beleggers.

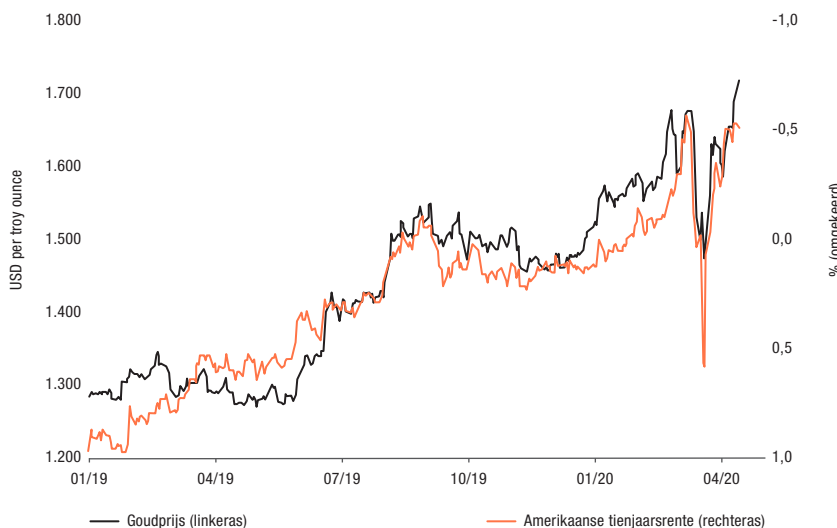
ONTWIKKELING VAN DE GOUDMIJNINDEX



Bron: Bloomberg

Nadat ze aanvankelijk waren achtergebleven tijdens de verkoopgolf van maart, hebben goudbedrijven een voorsprong genomen op fysiek goud. Die voorsprong zouden ze om verschillende redenen kunnen behouden. Eerst en vooral noteert de goudmijnindex nog maar op het niveau van de zomer van 2016, terwijl de goudprijs 30% hoger ligt dan toen. Bovendien zijn de meeste goudbedrijven nu financieel gezonder, wat des te belangrijker is, aangezien sommige bedrijven hun activiteiten mogelijk tijdelijk zullen moeten stilleggen. Heel wat bedrijven worden tegenwoordig op conventionele wijze beheerd en bieden een redelijk dividend op een moment waarop dividenden in andere sectoren dreigen te worden verlaagd. Ten slotte zijn de energiekosten in tegenstelling tot 2016 fors gedaald. Aangezien die tot de grootste kostenposten van goudbedrijven behoren, zou die daling hun marges ten goede moeten komen. Producenten buiten de Verenigde Staten profiteren bovendien van de stijging van de Amerikaanse dollar tegenover hun munt.

CORRELATIE TUSSEN DE GOUDPRIJS EN DE REËLE RENTEVOETEN



Bron: Bloomberg, Kepler Cheuvreux

Hoewel de vooruitzichten op middellange termijn erg gunstig lijken voor goud en goudbedrijven, zou de stijging op korte termijn door twee factoren kunnen worden afgeremd. Ten eerste presteert goud in het algemeen niet spectaculair aan het begin van een recessie. Ten tweede zal de vraag in de komende maanden, zoals elk jaar het geval is, behoorlijk beperkt zijn en zal ze vanaf september weer aantrekken. Bij goudbedrijven speelt bovendien de neiging van lokale overheden om inkomsten te halen waar ze kunnen gehaald worden. Ze zouden de belastingen en heffingen op mijnbouwers in hun land dus kunnen verhogen. Daarom blijft een zorgvuldige effectenselectie in de sector bijzonder belangrijk en moet vooral rekening worden gehouden met diversificatie en het politieke risico.

Samenvatting

Kortom, in dit bijzonder onzekere financieel-economische klimaat is een solide, redelijke beleggingsstrategie belangrijker dan ooit voor beleggers. Het coronavirus kan worden gezien als een externe schok voor een economie die kwetsbaar is door haar hoge schuldenlast. De financiële markten lijken de omvang van de economische schade momenteel te onderschatten en zetten in op een snel herstel na de stopzetting van de quarantainemaatregelen. De economische activiteit kan zich echter pas volledig herstellen wanneer de bevolking gerustgesteld zal zijn dat het virus geen risico meer vormt, en dat zal maar gebeuren wanneer er een doeltreffend geneesmiddel of zelfs een vaccin wordt gevonden. Heel wat beleggers hebben geleerd om elke daling als een koopkans te zien. Wanneer de rentevoeten dicht bij nul liggen, geldt dat dikwijls ook voor het collectieve IQ van beleggers. De val van de aandelenmarkten in februari en maart was spectaculair, maar we mogen niet vergeten dat die zich voordeed op een moment waarop de winstmarges van bedrijven en de ratio's die beleggers bereid waren om voor die winsten te betalen, bijzonder hoog waren. De markten zijn momenteel dus verre van goedkoop, vooral na de recente opleving.

In het huidige klimaat kunnen we het niet genoeg herhalen dat beleggers er het beste aan doen zich te concentreren op kwaliteitsbedrijven die kunnen bogen op een zeer gezonde balans en een of meer duurzame, sterke concurrentievoordelen en zichzelf kunnen financieren. Dergelijke bedrijven zouden de recessie moeten kunnen doorstaan en er zelfs sterker uit kunnen komen door het verdwijnen van concurrenten. Gezien de grote onzekerheid in het huidige klimaat zou het erg gevaarlijk zijn om te speculeren met andere bedrijfstypes. Het ziet er dus niet naar uit dat waardebeleggingen weer snel in de gunst zullen komen. Op langere termijn zou de inflatie echter kunnen stijgen, wat enkele waardesectoren zou kunnen ondersteunen.

Hoewel het nog te vroeg is voor nauwkeurige voorspellingen over het beleggingsklimaat na de crisis, zou de context wel eens helemaal anders kunnen zijn dan ervoor. De antiglobaliseringstrend zal aanhouden, en de overheid zal een actievere rol spelen in de economie. Bovendien lijkt het tijdperk van financiële optimalisatie om de aandeelhouderswaarde te maximaliseren voorbij, tenminste voor bedrijven die een beroep moeten doen op staatssteun. Heel wat factoren die vroeger gunstig waren voor de financiële markten, zouden dus kunnen omslaan. De belangrijkste steun voor aandelen zal blijven komen van de lage rentevoeten en het daaruit voortvloeiende gebrek aan alternatieven, en het feit dat aandelen reële activa vertegenwoordigen.

De bedragen die de autoriteiten hebben beloofd om de financieel-economische risico's het hoofd te bieden en de verontrustende convergentie van het monetaire en het begrotingsbeleid wekken de indruk dat papiergeld steeds minder waard wordt. Goud wordt daardoor een alsmaar belangrijker onderdeel van een evenwichtige portefeuille.

Als u onze publicatie "Perspectives" niet meer wilt ontvangen,
kunt u zich uitschrijven via het onlineformulier

www.bdl.lu/noperspectives

Dit document werd met de grootst mogelijke aandacht en zorg opgesteld door BLI - Banque de Luxembourg Investments S.A. (BLI). De standpunten of meningen in deze publicatie zijn die van de auteurs en zijn in geen geval bindend voor BLI. De financiële en economische informatie in deze publicatie wordt louter ter informatie verstrekt op basis van de gegevens die bekend waren op de publicatiedatum. Deze informatie vormt geen beleggingsadvies, noch een verzoek of aanbeveling om te beleggen, en mag evenmin worden gezien als fiscaal of juridisch advies. Alle informatie moet met de grootste omzichtigheid worden gebruikt. BLI geeft geen enkele garantie met betrekking tot de juistheid, de betrouwbaarheid, de recentheid of de volledigheid van deze informatie. De aansprakelijkheid van BLI kan niet worden ingeroepen als gevolg van het verstrekken van deze informatie of van beslissingen die een persoon, al dan niet een cliënt van BLI, op basis daarvan neemt, aangezien deze persoon de volledige verantwoordelijkheid voor zijn beslissingen draagt. Potentiële beleggers moeten zich ervan vergewissen dat ze de inherente risico's van hun beleggingsbeslissingen begrijpen en mogen slechts beleggen na rijp beraad, in overleg met hun eigen professionele adviseurs, over de vraag of de voorgenomen beleggingen geschikt zijn in hun specifieke financiële situatie, in het bijzonder rekening houdend met alle boekhoudkundige, fiscale en juridische aspecten. Wij herinneren eraan dat in het verleden behaalde resultaten van financiële instrumenten geen garantie bieden voor de toekomst.

Nr. **163** – 2^e kwartaal 2020

Perspectives

Redactie beëindigd op:
15/04/2020

Redactie en verantwoordelijke uitgever:
BLI - Banque de Luxembourg Investments S.A.
16, Boulevard Royal
L-2449 Luxembourg
Tel.: (+352) 26 26 99 33 18
info@bli.lu
www.bli.lu