

Kempen Outlook 2021

Coronascenario's

Het coronavirus begon in 2020 als een lokale Chinese epidemie en groeide uit tot een pandemie. In het begin van dit jaar was het vrijwel onmogelijk om een inschatting te maken van de gevolgen voor de wereldeconomie. Een oplossing is dan het ontwikkelen van verschillende scenario's en daar kansen aan toedichten. Onze scenario's varieerden van een positief en snel herstel tot langdurige malaise. Dit alles met de nodige slagen om de arm. Nu, ruim een half jaar later, kijken we terug op onze eigen scenario's en opnieuw naar de toekomst.

IN HET BEGIN: V-VORMIG HERSTEL

De economische krimp in het eerste halfjaar van 2020 paste nog in alle scenario's. Dat de pandemie enorme gaten zou slaan in de wereldeconomie was snel duidelijk. Maar in maart waren we achteraf te pessimistisch. Wij gingen uit van een U-vormig herstel, waarbij ook in het derde kwartaal de wereldeconomie nog zou krimpen. Dat is duidelijk niet het geval.

Overheden en centrale banken ontwikkelden snel enorme steunpakketten. Hier hadden we op gerekend, maar met meer vertraging. Daarmee kwamen het herstel en de piek in ons scenario ook later. Maar minstens zo belangrijk is dat de strenge lockdowns van het voorjaar gedurende de zomer behoorlijk werden versoepeld. In maart waren er nog pessimisten die uitgingen van een lockdown tot het einde van het jaar, maar dat is niet gebeurd.

In het eerste halfjaar van 2020 krompen de economieën van de Verenigde Staten, de eurozone en Japan met bijna twaalf procent. Voor het derde kwartaal zijn de cijfers nog gepubliceerd, maar de consensus onder economen voorziet een groei van ruim zes procent. Dat patroon komt redelijk overeen met het V-scenario dat wij in eerste instantie hadden berekend. En daarmee kan een aantal alternatieve scenario's overboord. Voor het U-vormig herstel en de nog negatievere scenario's is het tweede kwartaal veel te sterk geweest.

ANDERE FEITEN, NIEUWE MENING

'Als de feiten veranderen, verander ik mijn mening, wat zou u doen?', zou de vermaarde Britse econoom John Maynard Keynes ooit hebben gezegd. Nu de feiten over de eerste drie kwartalen van 2020 bekend zijn, moeten wij onze scenario's aanpassen. Het meest optimistische scenario is voortzetting van het snelle V-vormige herstel. In het consensus-scenario vlakt de groei af, maar blijft wel positief. In het

worteltekenscenario komt de groei helemaal tot stilstand en in het W-scenario voorzien we een tijdelijke economische terugval.

DE V STAAT VOOR SNEL HERSTEL

In het V-scenario hebben de lockdowns die nu weer opgelegd worden snel effect, zijn ze tijdelijk van aard, regionaal en sectorspecifiek. De tweede golf komt snel onder controle. In dit scenario leren artsen de ziekteverschijnselen steeds beter te behandelen, waardoor patiënten korter in het ziekenhuis liggen en minder vaak op de intensive care terechtkomen. Dat betekent mildere lockdowns. Ook is er in dit scenario snel en ruimschoots een vaccin beschikbaar in het eerste kwartaal van 2021.

De economische groei blijft krachtig in het vierde kwartaal van 2020 en het eerste kwartaal van 2021 en ook de rest van 2021 zit boven het trendmatige niveau. De wereldeconomie herstelt niet alleen tot het niveau van voor de coronacrisis, maar sluit zelfs weer aan bij de opgaande trend van de jaren daarvoor. Dit is een positief scenario voor risicovolle beleggingen als aandelen en hoogrentende bedrijfsobligaties. Bedrijfswinsten herstellen snel en balansen kunnen worden gerepareerd. Het is ook een scenario waar sprake kan zijn van overstimulering. In eerste instantie lopen dan de inflatieverwachtingen op en er ontstaat ook wat inflatoire druk. Oplopende rentes zijn nadelig voor staatsobligaties en per saldo ook voor *investment grade* bedrijfsobligaties, omdat lagere risico-opslagen waarschijnlijk niet opwegen tegen hogere rentes op staatsobligaties.

Goud zou kunnen dienen als bescherming tegen inflatie, maar als de reële rente ook wat stijgt vormt die een tegenwind voor het edelmetaal. Onroerend goed biedt mogelijk een betere bescherming. Deze categorie is achtergebleven, mogelijk vanwege trends als meer thuiswerken en thuiswinkelen tijdens de coronacrisis, maar daar kan in het V-scenario snel verandering in komen.

HET CONSENSUS-SCENARIO

In het consensus-scenario blijft de groei positief, maar vlakt af. Dat komt door de tweede golf van het coronavirus, maar ook doordat de maximale impact van het monetaire en het fiscale beleid voorbij is. De groei blijft in het vierde kwartaal redelijk krachtig, maar vlakt in 2021 grotendeels af richting trendmatige niveaus. Daarmee duurt het tot het einde van 2021 tot de wereldeconomie weer het niveau van eind 2019 bereikt.

In dit scenario houden centrale banken de rentes laag en blijven ze ook obligaties opkopen. De kapitaalmarktrente blijft ook laag. Dat maakt aandelen aantrekkelijk, maar te rooskleurige winstverwachtingen creëren misschien tegenwind. Daardoor zouden hoogrentende bedrijfsobligaties het in dit scenario beter kunnen doen dan aandelen. Goud profiteert in dit scenario vooral van de lage reële rentes.

HET WORTELTEKEN: WEINIG GROEI

In het wortelteken-scenario komt de groei na het derde kwartaal voor langere tijd tot stilstand. Het positieve momentum in de wereldeconomie verdwijnt door economische tweederonde-effecten als massaontslagen en faillissementen. Terwijl het coronavirus niet onder controle komt en lockdowns herhaaldelijk worden versoepeld en aangescherpt, aarzelen fiscale en monetaire autoriteiten om verder in te grijpen. Met onzekerheden en lage inflatie gedijen in dit scenario de defensieve beleggingscategorieën als staatsobligaties en goud. Maar gezien de lage kapitaalmarkrente bieden staatsobligaties eerder kapitaalsbehoud dan rendement. Staatsobligaties vormen geen volledig tegenwicht tegen de dalingen van aandelen en hoogrentende bedrijfsobligaties. *Investment grade* bedrijfsobligaties zullen het relatief iets beter doen dan de twee laatstgenoemde categorieën, vanwege de directe steun van centrale banken.

HET VIRUS KEERT TERUG IN HET W-SCENARIO

In het W-scenario komt het virus weer keihard terug. Ondanks de maatregelen blijven de besmettingen oplopen. Strengere lockdowns zijn nodig en anders worden consumenten en bedrijven zelf wel voorzichtiger, net als in Zweden dit voorjaar. De krimp van de economie is in eerste instantie minder, simpelweg omdat sommige sectoren als toerisme, zakenreizen en evenementen nog nauwelijks waren opgestart na de eerste golf. Maar de onderliggende schade aan de wereldeconomie is groter. Bedrijven kunnen ontslagen niet langer uitstellen en de extra's die consumenten in de eerste golf hebben gespaard, raken uitgeput.

In dit scenario komt er weer een golf aan stimuleringsmaatregelen, maar het herstel is minder krachtig dan in het derde kwartaal van 2020. Aan het einde van 2021 staat de wereldeconomie er nog zwakker voor dan in het V- of het C-scenario, maar beter dan in het wortelteken-scenario.

Dit scenario is uiteraard ook negatief voor risicovolle beleggingen. Naast aandelen worden bedrijfsobligaties geraakt door oplopende faillissementen. Beleggers gaan op een gegeven moment door het tweede dal van de W heen kijken, net zoals ze dat in 2020 bij het eerste deel van de V deden. Maar pas na een flinke beurscorrectie.

HOE GROOT IS DE KANS?

We hebben op dit moment geen waarschijnlijkheden aan de verschillende scenario's toegekend. Maar dat wil niet zeggen dat ze allemaal gelijk zijn. Het wortelteken-scenario vinden we het minst waarschijnlijk. Uiteindelijk gaan we leren leven met het virus en zal er ook een vaccin komen, waardoor groei weer in zicht komt. Het V-scenario lijkt met de huidige tweede golf wel erg rooskleurig. Dus gaat het wat ons betreft tussen C en W. In welk scenario we momenteel zitten weten we niet, maar de C van consensus lijkt zo gek nog niet. Het virus lijkt toch wat minder schadelijk, de behandelmethoden zijn verbeterd en we hebben zicht op een vaccin. De economische groei zal afvlakken. De onzekerheden voor beleggers blijven, maar er is zeker ook hoop.

Disclaimer

De standpunten in dit document kunnen op elk moment worden gewijzigd zonder voorafgaande kennisgeving. Kempen Capital Management N.V. (KCM) is niet verplicht om de inhoud van dit document bij te werken. Als vermogensbeheerder kan KCM beleggingen hebben, in het algemeen ten behoeve van derden, in financiële instrumenten die in dit document worden genoemd en het kan het op elk moment besluiten om over te gaan tot koop- of verkooptransacties van deze financiële instrumenten.

De informatie in dit artikel dient uitsluitend ter informatie. Dat betekent dat het geen beleggingsadvies bevat, geen beleggingsaanbeveling, geen onderzoek of een uitnodiging om financiële instrumenten te kopen of verkopen en het dient ook niet als zodanig te worden geïnterpreteerd. Dit document is gebaseerd op informatie die wij als betrouwbaar beschouwen, maar we stellen niet dat die accuraat of volledig is en dat er als zodanig op moet worden vertrouwd.

De standpunten in dit artikel zijn onze huidige standpunten vanaf de datum die in dit document wordt weergegeven. Dit document is onafhankelijk van het bedrijf geproduceerd en de hierin opgenomen standpunten zijn volledig die van KCM.

KCM heeft een licentie als beheerder van verschillende UCITS en AIF's om beleggingsdiensten te verlenen en staat onder toezicht van de Nederlandse Autoriteit Financiële Markten.