

Visie op asset allocatie

maart 2020

- Grote onzekerheid over economische impact coronavirus
- Aandelenmarkten flink onderuit
- Positie in bedrijfsobligaties verlaagd, aandelen bijgekocht

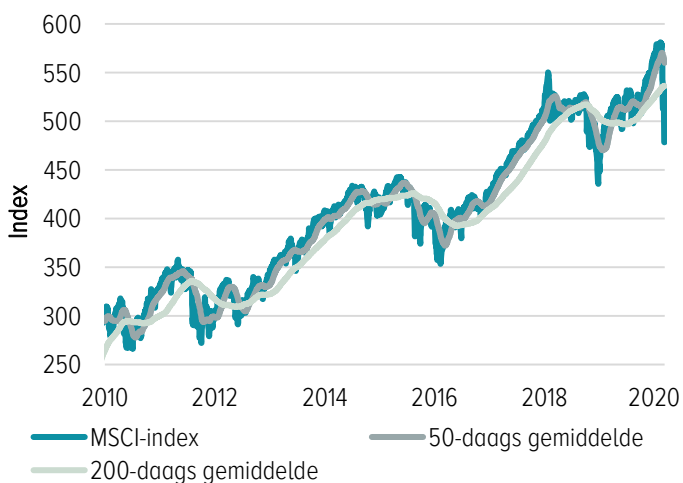
Het duurde even voordat het coronavirus echt grip kreeg op financiële markten. Maar toen de besmettingen ook buiten China toenamen ging het hard. Met 15% in een week was de daling van aandelenmarkten vrijwel ongekend. Toen de olieprijs ook nog onderuit ging na onenigheid tussen Saoedi-Arabië en Rusland, was de paniek compleet.

CORONAVIRUS: ECONOMISCHE VOORUITZICHTEN UITERMATE ONZEKER

Het coronavirus houdt de wereld en financiële markten stevig in zijn greep. Vorige maand stelden we al vraagtekens bij de vergelijking met SARS, een virus dat in 2003 vooral een aantal Aziatische landen trof. Inmiddels heeft het coronavirus zich veel sneller over de wereld verspreid, met buiten China concentraties in Zuid-Korea, Iran en Italië. De verwevenheid van economieën wordt duidelijk in het aantal landen dat inmiddels ziektegevallen heeft genoteerd. De inmiddels bijna 100.000 geregistreerde besmettingen zijn verspreid over bijna 90 landen.

Dat dit grote gevolgen heeft voor de wereldeconomie staat wel vast. De groei van de wereldeconomie zal vrijwel tot stilstand komen in het eerste kwartaal en een snel herstel in het tweede kwartaal wordt ook steeds onwaarschijnlijker. Er zullen ongetwijfeld landen zijn die in een technische recessie belanden, wat betekent dat de economie twee kwartalen op rij krimpt. Economische indicatoren hebben in deze omstandigheden minder waarde dan normaal. Veel cijfers die nu gepubliceerd worden dateren van voor de uitbraak van het coronavirus. Daarin is overigens nog enigszins bemoedigend dat in december en januari het groeimomentum van de wereldeconomie aan het verbeteren was. Maar gezien de onzekerheden omtrent de impact van het coronavirus is het belang van deze cijfers beperkt.

Wereldwijde aandelenindex onderuit door coronavirus



Bron: Bloomberg, KCM

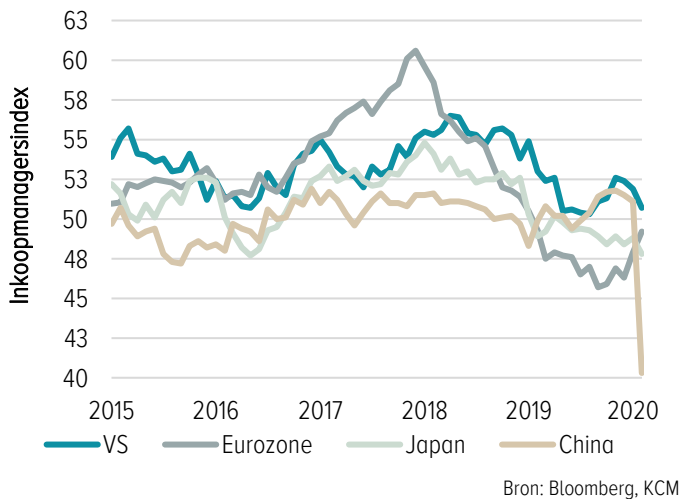
De vraag is nu of het virus een wereldwijde recessie gaat veroorzaken of dat de schade enigszins meevalt. In ons beleggingsbeleid hebben we de allocatie naar bedrijfsobligaties wat afgebouwd, maar na de paniek op aandelenmarkten wat aandelen bijgekocht. We blijven wel onderwogen in aandelen

Dan zijn er cijfers waarin de impact van het coronavirus wel zichtbaar is. Dat geldt voor de inkoopmanagersindices in China, die zowel in de industrie als in de dienstensector in maart instortten tot diepterecords. In de VS en de eurozone bleef de schade nog enigszins beperkt. Dat komt doordat de enquêtes deels ingevuld voordat het virus naar de VS en Europa overwoei, maar ook om een technische reden. De levertijden van leveranciers liepen namelijk op, doordat de productie in China stil kwam te liggen. In de berekening van inkoopmanagersindices zijn oplopende levertijden positief, aangezien dit wijst op meer economische activiteit. Dat is nu juist niet het geval. In werkelijkheid zijn de inkoopmanagersindices dus wat zwakker. Overigens vielen in een aantal Aziatische landen de indices terug onder 50, wat duidt op afnemende economische activiteit.

Voorbeelden zijn de dagelijkse consumptie van steenkool in China. Deze lag een paar weken geleden zo'n 40% lager dan normaal, inmiddels is dat nog 30%. Ook woningtransacties, die compleet waren stilgevallen, nemen weer toe. Dat geldt ook voor het scheepsvervoer. Ook dagelijkse cijfers over verkeersactiviteit laten zien dat de Chinese economie langzaam weer op gang komt. Een Chinese toeleverancier van Apple verwacht rond het einde van maart weer op normale capaciteit te zitten. Tegelijkertijd zien we dat Westerse bedrijven het reizen van werknemers sterk inperken en dat congressen en andere grootschalige activiteiten worden afgelast. Dat wijst allemaal op zijn minst op een sterk negatieve impact, maar hoe lang dat aanhoudt is vrijwel niet te zeggen.

Doordat de zwakte in het eerste kwartaal valt, heeft het een grote impact op de groei voor het hele jaar. Als bijvoorbeeld de Chinese economie in het eerste kwartaal met 2% krimpt ten opzichte van het laatste kwartaal van 2019, gevolgd door een snel herstel van 2% in het tweede kwartaal en trendmatige groei van 1,5% in het derde en vierde kwartaal, dan valt toch de jaargroei terug tot 2,7%. In dat licht bezien valt de neerwaartse bijstelling door de OECD van de groei van de wereldeconomie met 0,5% tot 2,4% nog mee.

Chinese producenten nooit eerder zo somber



Maar zelfs de waarde van dit soort indicatoren kan worden betwist. Ja, het is duidelijk dat de impact van het virus groot is, maar het zegt niks over de duur ervan. In China lijkt de epidemie over zijn hoogtepunt heen, in de rest van de wereld is dat niet het geval.

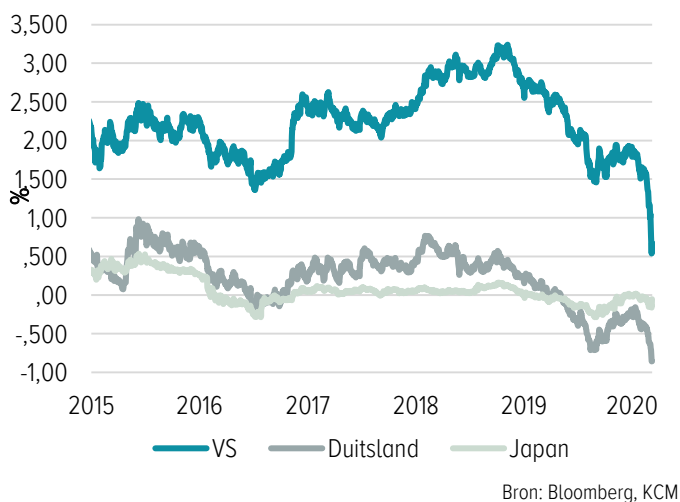
Voorlopig proberen we te kijken naar data die zicht geven op de huidige economische activiteit.

GROTE NERVOSITEIT OP MARKTEN

Met de grote mate van onzekerheid rond de economische impact van het coronavirus, is het niet verrassend dat financiële markten uitermate nerveus zijn. Een daling van meer dan 10% in een week van de S&P500, zoals te zien in de laatste week van februari, is sinds de financiële crisis slechts twee keer eerder voorgekomen. Ook vastgoed, dat nog wat zou moeten profiteren van lagere rentes, laat flinke verliezen zien.

Voordat het coronavirus toesloeg was TINA (There Is No Alternative) het adagium voor veel beleggers. De koersstijgingen en het dividendrendement op aandelen stak zo gunstig af tegen de lage rente en risico-opslagen op obligaties dat er geen alternatief voor aandelen zou zijn. Maar in deze tijden van stress vluchten beleggers toch naar staatsobligaties. De daling van de Amerikaanse 10-jaars rente is ongekend. Deze zakte naar een historisch dieptepunt van 0,54%. Het nieuwe dieptepunt voor de Duitse kapitaalmarktrente is zelfs -0.86%.

Sterke daling kapitaalmarktrentes VS en Duitsland



Risico-opslagen op bedrijfsobligaties bleven in eerste instantie redelijk stabiel, maar zijn inmiddels ook opgelopen. Dat geldt ook voor risico-opslagen op staatsobligaties van Zuid-Europese eurolanden. Goud vervult zijn rol als veilige haven. De goudprijs noteert op het hoogste punt sinds begin 2013 en zo'n 30% hoger dan een jaar geleden. Traditioneel geldt ook de Amerikaanse dollar als veilige haven, maar doordat rentes in de VS nu sneller dalen dan in de eurozone, is de dollar juist in waarde gedaald ten opzichte van de euro.

HELPT RUIMER MONETAIR EN FISCAAL BELEID?

Naarmate de onrust op financiële markten toenam, werd ook de roep om ruimer monetair beleid luider. Deze hoop werd zelfs zo sterk, dat de Amerikaanse aandelenmarkt op de eerste handelsdag van maart stevig herstelde van de eerdere verliezen. De vraag is echter of ruimer fiscaal of monetair beleid het tij kan keren. Fiscaal beleid werkt sowieso met enige vertraging en als economieën stil komen te liggen omdat werknemers in quarantaine moeten, zal het effect helemaal beperkt zijn. Datzelfde geldt ook enigszins voor ruimer monetair beleid. Consumenten en bedrijven zullen in deze tijden niet meer gaan lenen omdat de rente wordt verlaagd. Maar ruimer monetair beleid is wel een teken dat centrale banken klaar staan om een liquiditeitscrisis in het bankwezen te voorkomen. Bovendien geeft het wat tegenwicht tegen de verkrappende effecten van hoger risico-opslagen op obligaties en dalende aandelenkoersen.

De G7-landen hebben aangekondigd klaar te staan om maatregelen te nemen, maar het communiqué dat werd uitgegeven bevatte weinig concrete maatregelen. Een aantal centrale banken in opkomende markten heeft de rente verder verlaagd en de overheden in Zuid-Korea en Hong Kong hebben forse fiscale stimuleringsmaatregelen aangekondigd. Maar de klapper kwam van de Fed die op 3 maart onverwachts een renteverlaging met 50 basispunten aankondigde. Markten hielden rekening met zo'n verlaging tijdens de beleidsvergadering van 17 en 18 maart, maar over een tussentijdse verlaging was niet eens gespeculeerd. Toch maakte deze actie weinig indruk; de S&P500 sloot die dag af met een verlies van 2,8%. In de dagen daarna waren ook grote uitslagen te zien, zowel omhoog als omlaag.

De onzekerheid werd ook nog eens gevoed toen de olieprijs onderuit ging. Na onenigheid tussen

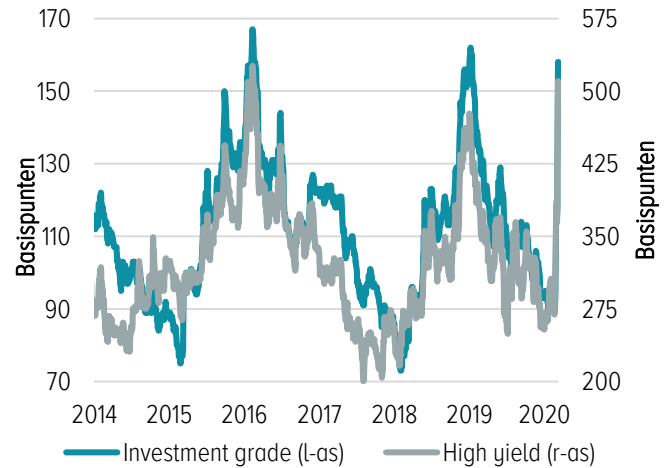
met name Saoedi-Arabië en Rusland over productiebeperkingen, zette Saoedi-Arabië de kraan flink open. Een lage olieprijs is positief voor consumenten en olieconsumerende bedrijven, maar in de huidige omgeving toch in eerste instantie negatief. In een toch al zeer fragiele omgeving zet het extra druk op olieproducerende landen en bedrijven. Vooral in de VS maken energiebedrijven een aanzienlijk deel uit van de markt voor hoogrentende bedrijfsobligaties en daar zouden dus problemen kunnen ontstaan.

Wij denken dat het vooral belangrijk is dat centrale banken hun rol als *lender of last resort* vervullen. Als bedrijven in betalingsproblemen komen en banken uitstel van betaling verlenen, dan moeten deze banken op hun beurt weer gesteund worden door de centrale banken. We twijfelen er overigens niet aan dat centrale banken dit zullen doen.

LICHT AAN HET EINDE VAN DE TUNNEL?

Is het licht aan het einde van de tunnel dat we zien, of is dat een tegemoetkomende trein? In China neemt het aantal dagelijkse nieuwe gevallen af. Dat lijkt ook in Zuid-Korea het geval. Dat zou erop kunnen wijzen dat het virus daar over zijn hoogtepunt heen is en dat dat in de rest van de wereld ook het geval is. In een aantal Chinese provincies zijn de beperkende maatregelen versoepeld, maar wat gebeurt er als de Chinezen weer volop aan het werk gaan? In Italië is het aantal besmettingen nog flink toegenomen en veel besmettingen elders in de wereld zijn hierop terug te voeren. In de VS waren de testmogelijkheden in eerste instantie beperkt, waardoor de prevalentie van het coronavirus onderschat kan zijn.

Risico-opslagen lopen op



Bron: Bloomberg, KCM

In ons beleggingsbeleid hebben we eind februari wat risico afgebouwd door veilige Europese bedrijfsobligaties te verkopen. Gezien de lage risico-opslag en daarmee ook de lage yield, stond onze overweging in deze beleggingscategorie al ter discussie. De verslechterde economische vooruitzichten en het feit dat risico-opslagen in eerste instantie weinig uitliepen waren voor ons redenen de allocatie naar bedrijfsobligaties wat te verlagen.

Winstverwachtingen worden nu neerwaarts bijgesteld, en daar lijkt voorlopig geen einde aan te komen. Een tweede jaar zonder winstgroei lijkt in 2020 zeer waarschijnlijk, maar de verwachtingen zijn daar nog niet. Tegelijkertijd worden in aandelenmarkten wel flink lagere winsten verdisconteerd. Na een correctie van zo'n 20% denken we dat aandelenmarkten een realistischer scenario verdisconteren dan enkele weken geleden. Bovendien was onze onderweging door de correctie groter geworden dan wij wilden. Daarom hebben we aandelen bijgekocht. Door de aankoop van Amerikaanse aandelen wordt onze regionale verdeling neutraal, terwijl we in aandelen wereldwijd licht onderwogen blijven.

Ook onze positie in obligaties van opkomende markten in Amerikaanse dollars hebben we



ongewijzigd gelaten. Na wat aarzeling zijn de risico-opslagen hier ook uitgelopen. De schade wordt deels beperkt door de lagere kapitaalmarktrente in de VS. De depreciatie van valuta van opkomende markten is ook niet zodanig dat we daardoor problemen voorzien.

JOOST VAN LEENDERS

Senior beleggingsstrateeg

Tel: 020 3488683

joost.vanleenders@kempen.nl

**VAN LANSCHOT KEMPEN ALLOCATION
& RATES:**

Ivo Kuiper – Hoofd Asset Allocation & Rates

Luc Aben – Hoofdeconoom Van Lanschot

Hans Kamminga – Senior portfoliomanager

Kim Lubbers – Senior portfoliomanager

Martijn Gerrits – Data scientist / portfoliomanager

Jorn Veeneman - Beleggingsstrateeg

MARKTOVERZICHT

Aandelen				
	Index	Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2019
Wereldwijd (MSCI AC)	948	-16.6%	-12.6%	-15.3%
Geïndustrialiseerde landen (MSCI World)	1995	-17.0%	-13.0%	-15.4%
Opkomende markten (MSCI EM)	948	-13.2%	-9.8%	-15.0%
Verenigde Staten (S&P500)	2747	-17.5%	-12.4%	-15.0%
Eurozone (EURO STOXX 50)	2959	-22.1%	-19.4%	-21.0%
Verenigd Koninkrijk (FTSE 100)	5966	-20.1%	-17.5%	-20.9%
Japan (Topix)	1389	-19.8%	-19.3%	-19.3%
Nederland (AEX)	491	-20.4%	-18.5%	-18.8%
Staatsobligaties (10-jaar)				
	Rente (%)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2019 (bp)
Verenigde Staten	0.54	-104	-128	-138
Japan	-0.16	-13	-16	-15
Duitsland	-0.86	-47	-55	-67
Frankrijk	-0.38	-25	-39	-50
Italië	1.25	48	32	1
Nederland	-0.65	-36	-48	-59
Verenigd Koninkrijk	0.16	-41	-60	-66
Bedrijfsobligaties				
	Risico-opslag (bp)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2019 (bp)
Verenigde Staten	171	75	70	78
Eurozone	158	67	58	65
Hoogrentende obligaties				
	Risico-opslag (bp)	Afgelopen maand (bp)	Afgelopen 3 maanden (bp)	Vanaf 31-12-2019 (bp)
Verenigde Staten	642	288	292	306
Eurozone	510	224	234	249
Opkomende markten (USD)	471	164	156	180
Opkomende markten (Lokale valuta)	460	79	78	83
Vastgoed				
		Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2019
Wereld		-15.6%	-13.7%	-11.3%
Noord-Amerika		-17.7%	-15.9%	-13.5%
Europa		-13.0%	-9.0%	-10.9%
Grondstoffen				
		Afgelopen maand	Afgelopen 3 maanden	Vanaf 31-12-2019
Bloomberg index		-9.1%	-12.8%	-15.9%
Basismetalen		-2.5%	-6.8%	-9.1%
Brent olie (USD per vat)	34.36	-37.3%	-44.6%	-46.9%
Goud (USD per troy ounce)	1676	6.5%	14.4%	10.0%

bp = basispunten (0,01%)
 Data per 10 maart 2020
 Bron: Bloomberg

TACTISCHE VOORUITZICHTEN

Vermogenscategorie	
Aandelen	Negatief
<p>Nadat het coronavirus oversloeg van China naar omliggende landen en ook Europa en de VS, konden aandelenmarkten dit niet meer afdoen als een regionaal en kortstondig probleem. Er volgden wereldwijd forse correcties. Winstverwachtingen worden nu neerwaarts bijgesteld, waardoor een realistischer scenario wordt verdisconteerd. Ruimer monetair en fiscaal beleid kan het negatieve sentiment wellicht wat beperken, maar de gevolgen voor de reële economie zullen beperkt zijn. Nadat onze onderweging in aandelen door de dalingen op markten groter was geworden dan wij wilden, hebben we Amerikaanse aandelen bijgekocht. We blijven licht onderwogen, terwijl onze regionale verdeling neutraal is.</p>	
Staatsobligaties	Negatief
<p>Door de uitbraak van het coronavirus zijn kapitaalmarktrentes flink gedaald. In Duitsland noteert de kapitaalmarktrente nog boven het dieptepunt, in de VS is een niveau onder 1% nog nooit eerder voorgekomen. Lage groei, lage inflatie en ruim monetair beleid pleiten voor lage rentes. Echter, vooral in Duitsland is de rente nog extreem laag vergeleken met de groei en de inflatie. Vandaar onze short duration positie in deze obligaties, waarmee we beleggen op een stijgende rente. We hebben een positieve allocatie naar Amerikaanse staatsobligaties, vanwege de hogere rente. Het wisselkoersrisico hebben we niet afgedekt, aangezien dat het renteverskil teniet zou doen. Per saldo is onze blootstelling aan renterisico nog wel negatief.</p>	
Bedrijfsobligaties Investment Grade	Neutraal
<p>De recente onrust op financiële markten heeft de markt voor Investment Grade in eerste instantie grotendeels onberoerd gelaten. Meer recent zijn risico-opslagen opgelopen, maar dit is grotendeels teniet gedaan door dalende rentes op staatsobligaties. Met de verslechterde economische vooruitzichten vinden we de yield op veilige bedrijfsobligaties niet langer aantrekkelijk gezien het risico van oplopende risico-opslagen. Het afbouwen van de allocatie naar deze beleggingscategorie past ook in een lager risicoprofiel voor de hele portefeuille.</p>	
Bedrijfsobligaties High Yield	Neutraal
<p>Hoogrentende bedrijfsobligaties hebben wat meer te lijden van het coronavirus dan Investment Grade. Dat is logisch gezien de scherpere financiering van de bedrijven in de hoogrentende sector, de kleinere omvang en geringere diversifiëring van de ondernemingen. Lage economische groei en lage inflatie maken de ruimte voor verdere dalingen van risico-opslagen beperkt. De mogelijkheid van tegenvallende groei maakt deze beleggingscategorie bij de huidige niveaus kwetsbaar. Tekenen van verslechtering in aanpalende markten, zoals voor loanmarkt, kunnen ook de High Yield markt besmetten. Gezien de geopolitieke en macro-economische onzekerheden en de vaak scherpe financiering van de betreffende bedrijven vinden het extra rendement op deze obligaties onvoldoende.</p>	

Beursgenoteerd vastgoed	Neutraal
<p>De marktonrust rond het coronavirus heeft tot een flinke correctie geleid in vastgoed in opkomende markten. Nadat het virus zich verspreidde buiten China, hielden ook markten in de VS en Europa nagenoeg het niet droog. Lagere rentes konden de scherpe correctie niet voorkomen. Het effect van lagere economische groei en dus mogelijk lagere huurinkomsten domineerde. Op de langere termijn is beursgenoteerd vastgoed een categorie die het goed doet in de latere fase van de economische cyclus – wanneer de inflatie harder stijgt dan de rente. Maar daar is op dit moment geen sprake van. De discussie rond maximering van huren voor woningen werkt ook niet positief voor deze beleggingscategorie.</p>	
Staatsobligaties opkomende markten	Positief
<p>Voor staatsobligaties uit opkomende markten genoteerd in Amerikaanse dollars zien we een vergelijkbare reactie op het coronavirus als bij Investment Grade bedrijfsobligaties. Hogere risico-opslagen worden deels gecompenseerd door de lager rentes in de VS. De rente op obligaties in lokale valuta is gedaald, maar daar staat tegenover dat de valuta iets aan waarde hebben verloren. Gezien de geringe mate van valutadepreciatie hebben centrale banken in veel opkomende landen nog ruimte om de beleidsrente verder te verlagen. Ruimer monetair beleid in de VS beperkt ook het risico op een sterkere Amerikaanse dollar. Met een rente van ongeveer 5% we vinden we obligaties in Amerikaanse dollars aantrekkelijk.</p>	
Grondstoffen	Neutraal
<p>Grondstoffen hebben behoorlijk gereageerd op de uitbraak van het coronavirus. De prijzen van olie en koper zijn onderuit gegaan, terwijl de goudprijs een hoog niveau kon handhaven. Een laat-cyclische omgeving met aanhoudende groei en toenemende inflatoire druk is traditioneel positief voor grondstoffen. Echter de lage groei die wij voorzien betekent dat de vraag niet voldoende is om sterke prijsdruk voor industriële grondstoffen/metalen te creëren. Bij een verderzetting van het Chinese stimuleringsprogramma kan dit mogelijk keren. Met matige groei en de flexibiliteit van de Amerikaanse schalieproducenten is er geen gebrek aan olie.</p>	



Disclaimer

Dit document van Kempen Capital Management N.V. (KCM) wordt u slechts ter informatie aangeboden en biedt onvoldoende informatie om een beleggingsbeslissing te kunnen nemen. De informatie in dit document is niet compleet zonder de mondelinge toelichting gegeven door een medewerker van KCM.

KCM heeft een vergunning als beheerder van diverse ICBE's en ABI's en is bevoegd om beleggingsdiensten te verlenen en staat als zodanig onder toezicht van de Autoriteit Financiële Markten.

Uit dit document mag niets worden gebruikt zonder toestemming vooraf van KCM.