

Jaaroverzicht en vooruitzichten 2020

Terugkijken naar 2019 is voor ons en zeker ook voor onze klanten veel aangenamer dan terugblikken op 2018.

Een groot deel van het jaar leken de aandelen- en obligatiemarkten slechts één richting te kennen: naar boven! Koersstijgingen in obligaties (dit betekent: dalende rendementen) en aandelen gingen voor beleggers, in prettige zin, gelijk op. Bij het afsluiten van het jaar is er nauwelijks een investeringsvorm van die in 2019 geen overtuigend rendement heeft "opgeleverd".

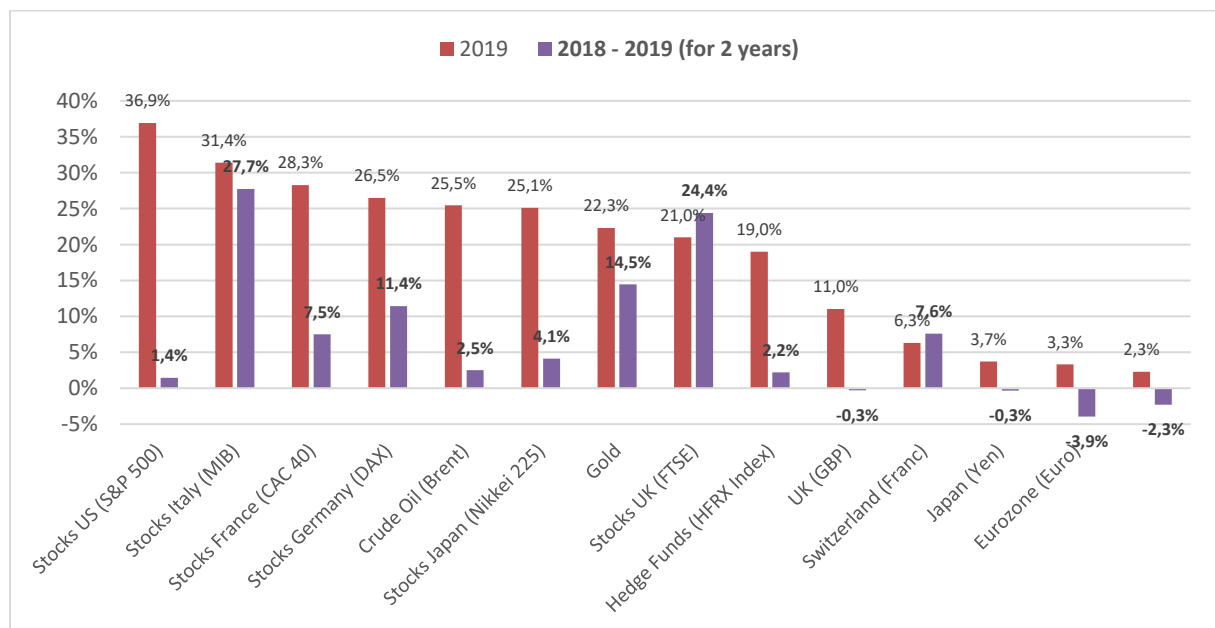
2019 - een buitengewoon positief jaar voor beleggers

Maar toch moet ook gezegd worden dat er vorig jaar ook op de financiële markten genoeg viel te beleven aan opwinding en hectische marktreacties.

Het doortrekken van de ontwikkeling van de resultaten naar 2018 relateert de spectaculair aandoende waardeontwikkeling weer. Beleggingen zoals goud of "Aandelen USA" konden hun sterke resultaten zelfs over de periode van 2 jaar vasthouden. Andere markten (bijvoorbeeld "Aandelen China" met + 36,9% voor 2019, maar slechts + 1,4% over twee volle jaren) tonen duidelijk aan dat grote fluctuatiemarges niet noodzakelijk ook automatisch leiden tot bovengemiddelde prestaties.

De volgende grafiek geeft de ontwikkeling van geselecteerde beleggingsmarkten in 2019 en voor de periode 2018 tot 2019 weer:

Ontwikkeling van de belangrijkste investeringsmarkten 2018 tot 2019 (Totale prestaties van een euro-investeerder)



Bron: Bloomberg

In 2019 profiteerden de obligatiemarkten van de belangrijkste valutazones alle in grote mate van de dalende rente en de aanhoudend sterke vraag naar rentedragende beleggingen.

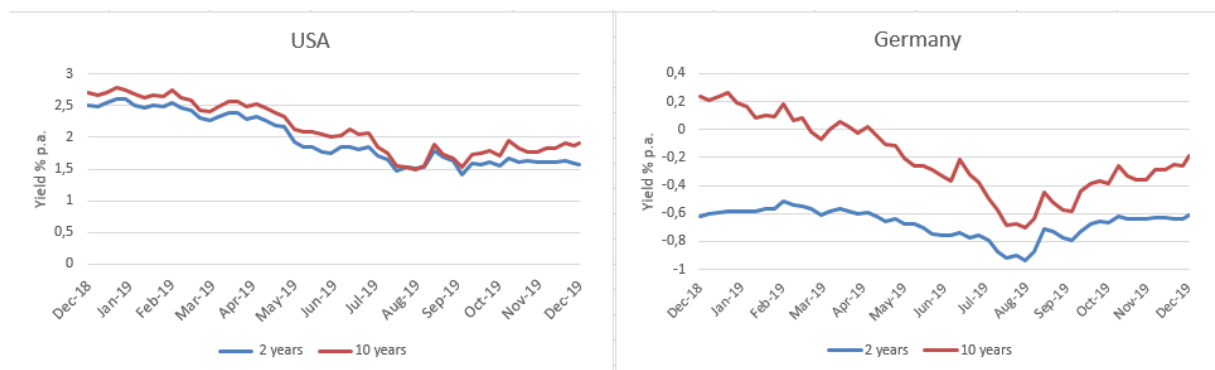
De Amerikaanse Federal Reserve (FED) maakt een opmerkelijke ommezwaai.

De koerswijziging van het monetaire beleid door FED in 2019 was van groot belang voor de financiële markten. In een onverwachte koerswijziging verliet de bank het vorige koers van renteverhogingen en schakelde vrijwel naadloos over op een agressieve modus met drie renteverlagingen en een nieuw programma voor de aankoop van obligaties. Deze verrassende verandering werd veroorzaakt door ernstige recessievrees, die werd gevoed door zwakke inflatie en economische gegevens en negatieve verwachtingen als gevolg van het escalerende handelsconflict. Het is niet onjuist te stellen dat een groot deel van de positieve marktontwikkelingen van het afgelopen jaar uitsluitende kan toeschrijven aan de terugkeer van de FED naar een "goedkoop geld"-beleid.

De Europese Centrale Bank (ECB) en de Bank of Japan (BoJ), die beide, in tegenstelling tot de FED, het ultralage monetaire beleid nog niet echt hadden verlaten, werden door de FED onder druk gezet en namen van hun kant beslissingen die nieuwe expansieve effecten op de geldhoeveelheden hadden.

Zoals verwacht leidden de stappen van de centrale banken tot een verlaging van de rente en een afvlakking van de rentecurves. Het verschil in rendement tussen korte- en langetermijnobligaties is nog kleiner geworden. Voor de eurozone was de risicovrije rentevoet (per definitie voor schuldinstrumenten van de Bondsrepubliek Duitsland), ongeacht of deze een looptijd van 3 maanden of 30 jaar hebben, in augustus 2019 voor het eerst volledig negatief.

Rendementsontwikkeling 2- en 10-jarige staatsobligaties VS en Duitsland



Bron: Bloomberg

Het feit dat de beleggers blijkbaar bereid waren een "bewaarvergoeding" in de vorm van negatieve rendementen voor de bewaring van hun euro's te aanvaarden, is, afgezien van de bekende redenen op het gebied van de regelgeving, vooral te wijten aan het aanhoudende grote aantal politieke onzekerheden.

Ook in 2019 is de politiek meer een verstorende factor

Ook het afgelopen jaar stonden de financiële markten vaak onder invloed van talrijke gebeurtenissen in de politiek. Veel van de relevante kwesties spelen al geruime tijd en zijn dan ook bekend.

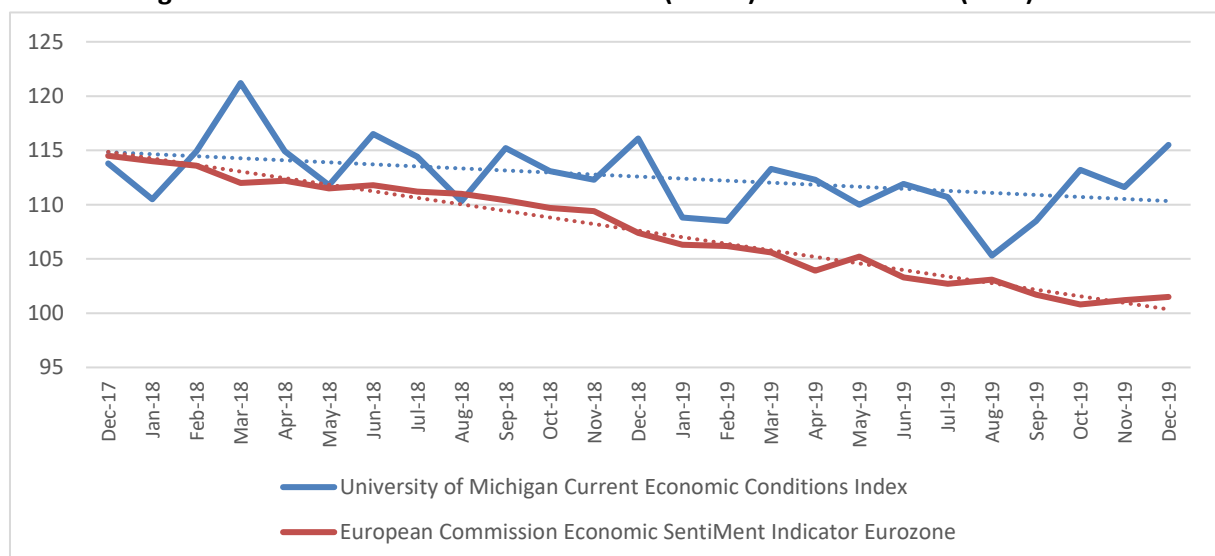
Wij willen ons daarom concentreren op wat wij als twee belangrijke ontwikkelingen beschouwen:

- Het handelsconflict tussen de VS en China heeft het grootste deel van het jaar voor een intense emoties op de financiële markten gezorgd. Ondanks het gebrek aan vooruitgang in de onderhandelingen slaagde de Amerikanen er herhaaldelijk in om door overhaaste berichten over succes op korte termijn optimisme wat dan later weer veranderde in teleurstellingen. Pas in december, kort voor de inwerkingtreding van de nieuwe speciale tarieven, werd een "staakt-het-vuren" aangekondigd en werd een voorlopig verdrag voor 15 januari 2020 gesloten. Dit bracht de escalatiespiraal voorlopig tot stilstand.
- Na talloze stemmingen in het parlement, het falen van de regering in mei, nieuwe verkiezingen en een nieuwe stemming onder de nieuwe parlementaire meerderheidsverhouding, kwam er in Groot-Brittannië een einde voor de terugtrekking van de EU die voordien was vastgelopen. Brexit is nu gepland voor 31 januari 2020 met een overgangsfase van een jaar. Tot die tijd moet nog over de uittredingsovereenkomst met de EU worden onderhandeld, wat de kans op een harde Brexit enigszins verkleint, maar – gelet op het krappe tijdschema voor de onderhandelingen - niet uitsluit.

De economische stemming is donkerder geworden. Maar een recessie is tot nu toe uitgebleven

Afgemeten aan de vrees dat een wereldwijde recessie begin 2019 vrijwel zeker was, was de feitelijke economische ontwikkeling in de meeste landen vorig jaar bemoedigend. De groeipercentages (voorlopige gegevens) van het bruto binnenlands product (BBP) voor de grote ontwikkelde economieën lagen tussen + 0,5% (Duitsland) en + 2,3% (VS). De ontwikkeling van het BBP van China werd vertraagd door het handelsconflict en de zwakte van de Chinese munt met +6,2%. Met name de particuliere consumptie, ondersteund door hoge werkgelegenheidsniveaus, loonstijgingen en krappe arbeidsmarkten, heeft de economische groei in bijna alle landen gestimuleerd. De economie in van de export afhankelijke landen (bijvoorbeeld Duitsland) kwam meer onder druk te staan door het handelsconflict met de VS.

Ontwikkeling van het economisch sentiment in de VS (blauw) en de eurozone (rood)



Bron: Bloomberg

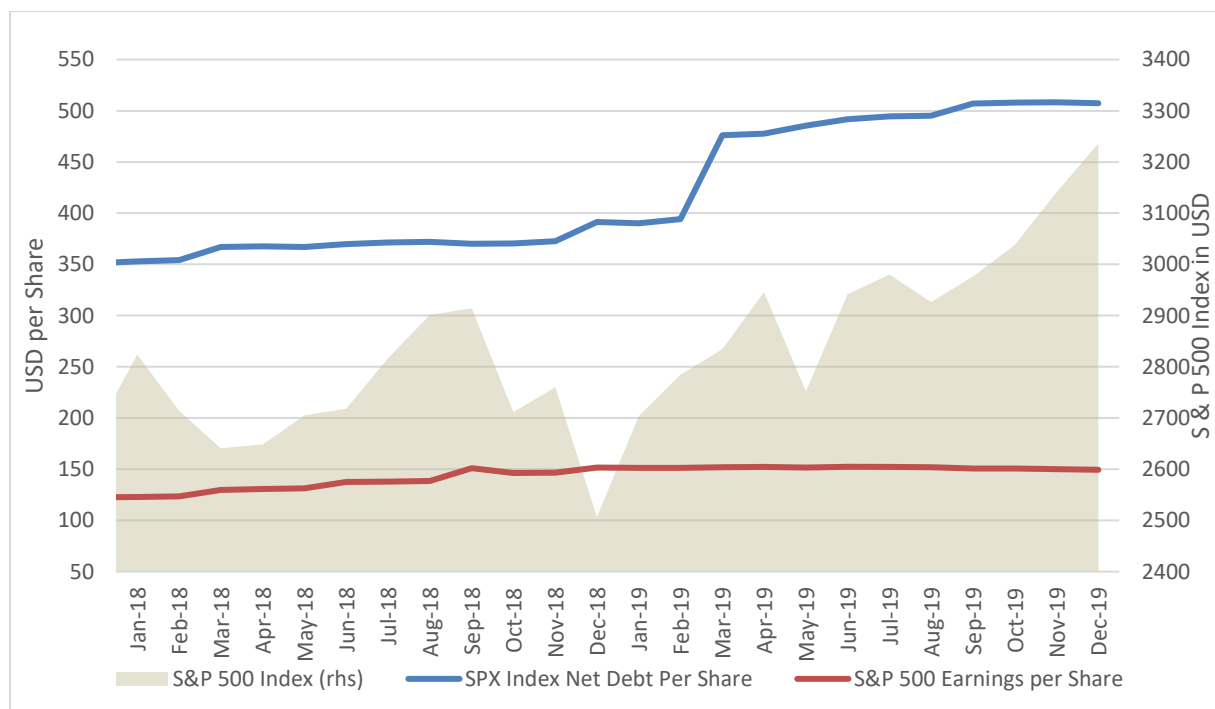
Wat ons opmerkelijk lijkt, is dat de indicaties van de stemming vanaf augustus 2019 uit elkaar bewegen. In termen van tijd begint dit met de renteverlagingen door de Amerikaanse Federal Reserve - de eerste in meer dan 10 jaar.

Aandelenmarkten stijgen sterk ondanks stagnerende bedrijfsresultaten

Naast de al vele jaren bestaande "positieve achtergrondgeluiden" voor de aandelenmarkten - de uitbreiding van de geldhoeveelheid als gevolg van het expansieve monetaire beleid van de centrale banken - verdient een ontwikkeling nadere bestudering, die mede door de recordlaagte van de rentetarieven tot verdere koersstijgingen van de aandelen heeft geleid: de aanzienlijke toename van de bedrijfsschuld.

De ontwikkeling van de afgelopen twee jaar spreekt boekdelen. Zo is tussen eind 2017 en 2019 de nettoschuld (verplichtingen minus financiële middelen) van de bedrijven die in de S&P 500 zijn opgenomen, met ongeveer 44% gestegen. Die stijging bedroeg alleen vorig jaar al bijna 30%. Gezien de zeer lage kosten van geleend kapitaal is een hoger schuldenniveau economisch gezien volstrekt zinvol als het hogere schuldenniveau daadwerkelijk zou leiden tot investeringen in de onderneming en niet, zoals zo vaak het geval is, tot de inkoop van eigen aandelen. Deze aandeleninkoop leidt meestal tot stijgende aandelenkoersen. Het verminderde aantal uitstaande aandelen zorgt ervoor dat de gegeneerde winst wiskundig wordt verdeeld over een kleiner aantal aandelen. De winst per aandeel kan dus stijgen, zelfs als de werkelijke bedrijfswinst gelijk blijft of zelfs licht daalt! Dit maakt de feitelijke verdiensten van de bedrijven minder vergelijkbaar met voorgaande jaren.

Ontwikkeling van de Amerikaanse aandelenmarkt en ontwikkeling van de winst en de nettoschuld van de bedrijven die in de index zijn opgenomen (voorbeeld S&P 500)



Bron: Bloomberg

In de afgelopen twee jaar werd een winststijging in de S&P 500-bedrijven van ongeveer 22% gecompenseerd door een stijging van de aandelenkoersen met 21%. In 2019 bleef de winst vrijwel onveranderd, terwijl de aandelenkoersen met ongeveer 30% stegen. Vooral de aanzienlijke stijging van de aandelenkoersen in het laatste kwartaal van 2019 moet worden gezien als een anticipatie op de recente sterke stijging van de winstramingen voor de komende twee tot drie jaar. De huidige consensusraming voor de S&P 500 voorspelt een stijging van de bedrijfswinsten met 14,4% voor 2020 en een verdere stijging met 15% tegen het einde van 2022. Gezien de verwachte politieke en economische invloeden lijken deze schattingen vrij optimistisch. De door de centrale banken gecreëerde liquiditeit vormt in aanzienlijke mate de basis voor deze winstramingen. De indruk dringt zich dan ook op dat de ontwikkeling van de beurzen zich enigszins heeft losgekoppeld van de reële economie.

Wij blijven dan ook de ontwikkeling van de beurzen met een zekere mate van scepsis volgen en geven de voorkeur aan het verhogen van de tactische liquiditeit boven euforisch hoge investeringsratio's aan het begin van het nieuwe jaar.

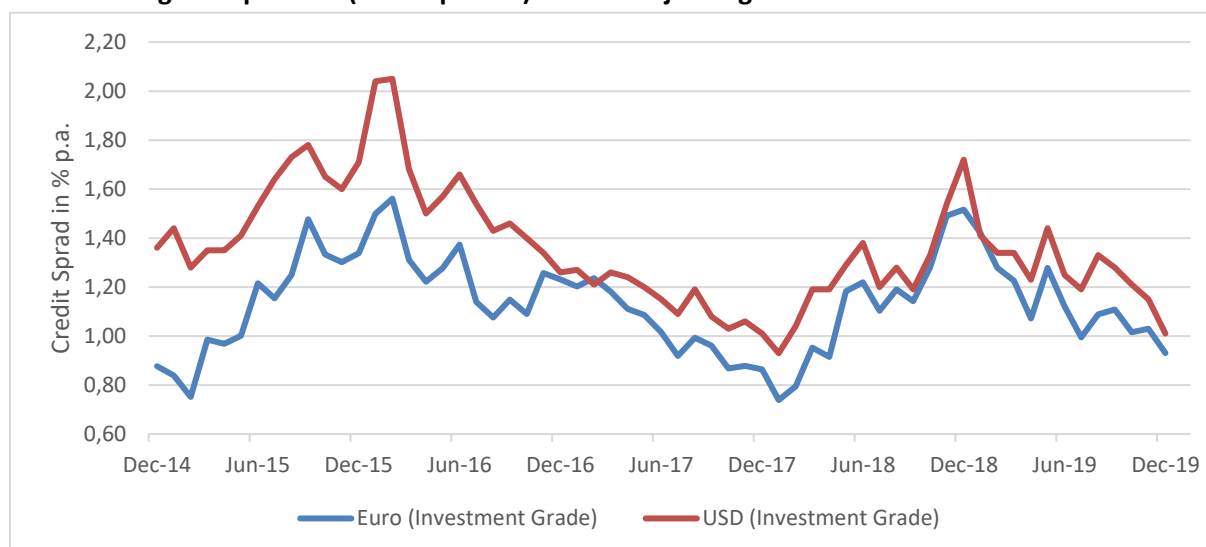
Bedrijfsobligaties - rendementen met positieve voortekenen zijn verleidelijk

Obligaties uitgegeven door ondernemingen vertegenwoordigen, in tegenstelling tot aandelen (eigen vermogen, inkomsten afhankelijk van het succes van de onderneming = dividend), schuldkapitaal (inkomsten onafhankelijk van het succes van de onderneming = rente). Naast de solvabiliteit van een debiteur is de risicopremie (kredietspread) die wordt betaald tegen de hogere rente voor het potentiële risico van wanbetaling dus van bijzonder belang.

De risicopremie is afhankelijk van de verwachte toekomstige solvabiliteit van de debiteur van de obligatie. Met stijgende rentevoeten (= financieringskosten) en een ongunstig klimaat (dalende omzet, stijgende kosten, mogelijke verliezen van de onderneming) is er een toenemend aantal wanbetalingen.

De voortdurende "jacht op rendement" door de overvloedige beschikbare liquiditeit heeft de risicopremie, na een korte stijging in 2018, onlangs weer op een lager niveau gebracht.

Ontwikkeling risicopremies (creditspreads) voor bedrijfsobligaties in US dollar en euro



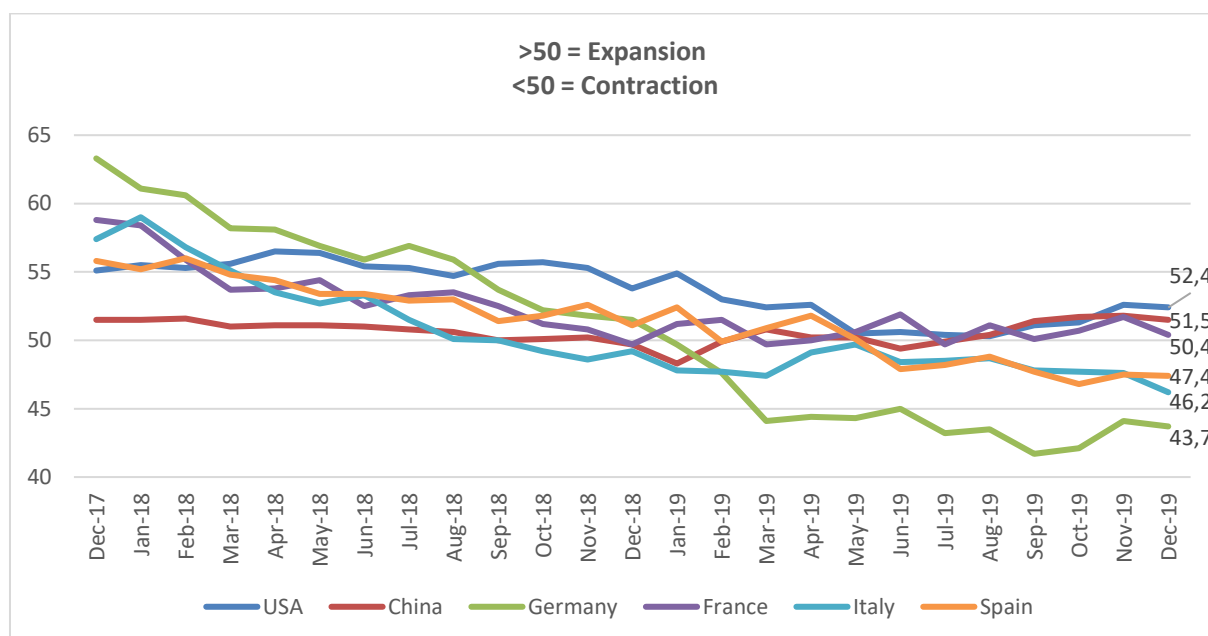
Bron: Bloomberg

De stijgende schuldenlast van overheden, particuliere huishoudens en bedrijven, maar ook de aanhoudende financieringstekorten in veel overheidsbegrotingen wereldwijd, zorgen ervoor dat de ontluikende "kredietzeepbel" verder groeit. Dit is een risico dat we met voortdurende bezorgdheid hebben waargenomen. Wij besteden bijzondere aandacht aan veranderingen in de kredietratings van debiteuren. Sinds enige tijd is al er een toename van het aandeel van de ratings in het laagste investment grade segment (BBB-), dat als eerste onder sterke verkoopdruk zou komen te staan als de gunstige financieringsvoorwaarden zouden "kantelen". Toch vinden wij onder de huidige omstandigheden zorgvuldig geselecteerde beleggingen in bedrijfsobligaties nog steeds gerechtvaardigd. Wij vermijden staatsobligaties vanwege de vaak negatieve rente en het ontbreken van aanzienlijke risicopremies.

Voorlopig geen economische zorgen?

We gaan ervan uit dat de centrale banken in de toekomst, zoals we hebben meegemaakt toen de ernstige recessieverwachtingen voor 2018/2019 zich aandienen, een dergelijke ontwikkeling met alle beschikbare middelen zullen blijven tegenwerken. Naast de gevestigde monetaire beleidsinstrumenten kunnen we ons ook voorstellen dat de centrale banken gebruik zullen maken van strategieën die nog niet zijn getest. We zien ook een groeiende trend naar fiscale stimulering, d.w.z. meer overheidsinvesteringen. Ook in 2020 zal het consumptiegedrag van particuliere huishoudens bepalend zijn voor de ontwikkeling van de economie. In dit verband moeten "voorbodes" van veranderingen zoals het uitgavengedrag en de ontwikkelingen op de arbeidsmarkt nauwlettend in de gaten worden gehouden.

Toonaangevende indicatoren van economische ontwikkeling - Inkoopmanagersindices (Industrie)



Bron: Bloomberg

De sterke daling van de belangrijkste economische indicatoren ("inkoopmanagersindexen" - zie bovenstaande grafiek) in 2019 zal volgens ons voorsnog niet worden herhaald. De ontwikkeling van de laatste drie maanden van 2019 wijst op ten minste een tijdelijke stabilisatie.

Wat zou een voortzetting van de positieve trend in het nieuwe investeringsjaar in gevaar kunnen brengen?

In het vooruitzicht naar 2020 kondigen zich talrijke gebeurtenissen aan met mogelijk verregaande gevolgen voor de financiële markten. Dit is een selectie uit de belangrijkste hiervan:

- de Amerikaanse presidentiële campagne en de verkiezingen van november. Hier zien we het gevaar dat binnenlandse politieke problemen en tekorten ook worden toegedekt door avonturen op het gebied van het buitenlands beleid. Ook de nog niet bepaalde stijl van een Democratische presidentskandidaat kan tot onzekerheid leiden als een kandidaat uit het politieke linkse spectrum een sterkere impuls krijgt in de peilingen.
- Een verdere verslechtering van de internationale handelsbetrekkingen. Uit de Amerikaanse sanctieplannen tegen de bedrijven die betrokken zijn bij de Russisch-Duitse gaspijpleiding "Nord Stream 2" blijkt dat de drempel voor de handhaving van nationaal eigenbelang lager wordt. Zelfs een regeringwisseling na de Amerikaanse presidentsverkiezingen zal niet de scherpe kanten van deze kwestie afhalen, aangezien beide partijen in de VS voorstander zijn van sancties. De nog lange weg die de onderhandelingen in het handelsconflict tussen de VS en China nog te gaan hebben en alle andere aspecten van de Amerikaanse poging om de opkomst van opkomende mogendheden als China of Rusland te belemmeren, zullen ook in de toekomst versturende signalen voor de investeringsmarkten blijven uitzenden.
- Escalatie in het Midden-Oosten. Een sterke stijging van de olieprijs die in dit verband wordt verwacht, zou leiden tot inflatieverwachtingen die momenteel volledig ontbreken. Angst voor een recessie, zoals eind 2018, zou het gevolg zijn. Dit zou de beleggingsmarkten verrassen in een fase van gespannen, hoge waarderingen. Stijgende financieringskosten (rente en risicopremies) in combinatie met extreem hoge schuld niveaus zouden moeten worden bestreden met massale monetaire en fiscale maatregelen.
- Brexit zal in 2020 een permanent thema blijven. De uittredingsovereenkomst, waarover in korte tijd moet worden onderhandeld en die moet worden gesloten, en een meer zelfverzekerd verloop van de onderhandelingen aan Britse zijde als gevolg van de recente verkiezingsuitslag, betekenen dat een harde Brexit met een aanzienlijke verstoring van de intra-Europese handel of de internationale toeleveringsketens nog steeds mogelijk lijkt.

Ondanks de alomtegenwoordige risico's bieden de centrale banken wereldwijd, die zeer expansief zijn in hun houding, met hun ruime aanbod aan liquiditeit voor de kapitaalmarkten en de economie en de daaruit voortvloeiende lage rentetarieven, een theoretische rechtvaardiging voor de hoge waardering sniveaus, de lage wanbetalingspercentages op leningen en het vermogen om de geaccumuleerde schuldenberg doorlopend af te lossen.

In economische termen zijn wij van mening dat de opleving van de historisch te lange cyclus nog enige tijd kan voortduren dankzij een robuuste particuliere consumptie en een stabilisatie van de internationale handel.

Een voortzetting van de positieve trend, zij het met de duidelijke verwachting van schommelingen, is daarom ons belangrijkste scenario voor 2020.

Waar gaan we in 2020 investeren?

Voor 2020 verwachten we geen significante verandering in de huidige marktomstandigheden. Om structurele redenen (schuldniveau) en om redenen van monetair beleid (renteverhogingen lijken nu alleen mogelijk met sterk negatieve effecten op de activaprijzen) zal het renteniveau wereldwijd extreem laag blijven. Extra ruimte voor renteverlagingen zal echter waarschijnlijk uiterst beperkt zijn in valutaregio's met al bestaande negatieve rendementen, zoals de eurozone, Zwitserland of Japan en het uiteindelijke beleggingsalternatief van "contant geld" of "goud". Dit zal een belangrijke drijfveer voor koerswinsten op obligaties in 2020 wegnemen.

De risicopremies (bijvoorbeeld voor bedrijfsobligaties) kunnen nog verder dalen als gevolg van de vraag, en de aanhoudende liquiditeitsdruk zal de prijsontwikkeling van activa zoals aandelen of onroerend goed blijven stimuleren, ongeacht hun toegenomen volatiliteit.

Zoals hierboven vermeld, staan we sceptisch tegenover aandelen vanuit een fundamenteel waarderingsperspectief. Een mogelijke, zij het duidelijk opportunistische, reden om dit standpunt te wijzigen is bijvoorbeeld het verschijnen van nieuwe kopers op de beurs: de FED of, vanwege de beperktere speelruimte, ook de ECB. Dit zou in ieder geval geen echte verrassing zijn. Zowel de Bank of Japan als de Zwitserse Nationale Bank kopen al jaren grote hoeveelheden aandelen en aandelenindexfondsen.

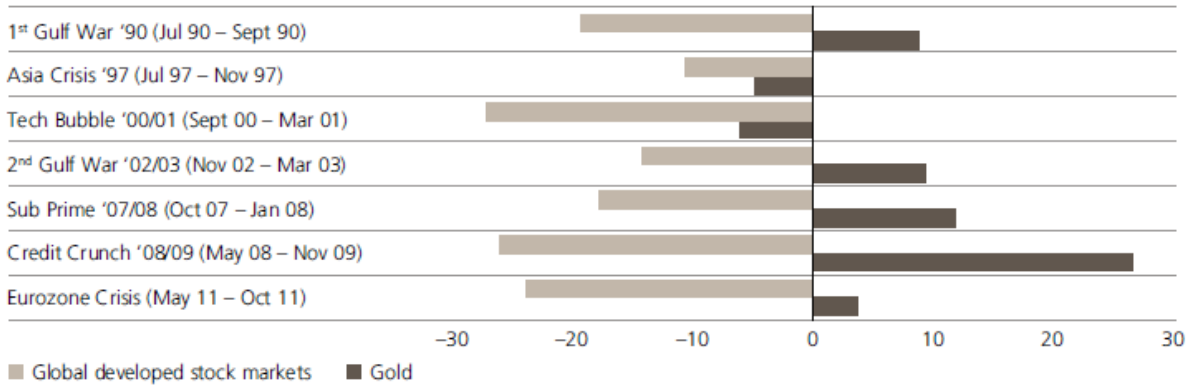
Voor de nabije toekomst zijn er veel aanwijzingen dat de positieve ontwikkeling zich zal voortzetten. Desondanks blijft de schuldenlast van bedrijven, overheden en particuliere huishoudens permanent groeien en vermindert de weerstand tegen economische schokken. De onevenwichtigheden nemen toe. In onze gedachten houden we daarom al rekening met de langetermijngevolgen van deze ontwikkeling. Wij gaan er sterk van uit dat we hier later op zullen moeten reageren.

Bij BPM-mandaten voor vermogensbeheer zal de beleggingsfocus in 2020 liggen op de volgende onderwerpen:

- Multi-asset strategieën met een bewezen track-record van succesvol risicobeheer, breed gediversifieerde portefeuilles en een portefeuille die zo weinig mogelijk gecorreleerd is met "klassieke" beleggingsvormen.
- Zeer flexibele beleggingsstrategieën op basis van specifieke managementvaardigheden (zogenaamde "vloeibare alternatieven").
- Strategieën die kunnen profiteren van marktschommelingen (volatiliteit) en daar regelmatig inkomsten uit kunnen genereren.
- Goud blijft de belangrijkste stabilisator in de portefeuilles die wij beheren,
 - aan de ene kant vanwege de kenmerken als "schuldenvrij geld" en waardeverdediger in tijden van crisis,
 - anderzijds vanwege de risicocompenserende eigenschappen (negatieve correlatie) met risicobeleggingen, zoals aandelen.

Gold can outperform during times of crisis

Performance over select time periods, in %



Source: Bloomberg, UBS, as of 29 October 2019

Wat u van ons kunt verwachten

In het nieuwe jaar blijven wij de aan ons toevertrouwde middelen op een gedisciplineerde en voorzichtige manier beheren. Onze breed gediversifieerde en in wezen anticyclische strategie is bedoeld om niets minder dan de bescherming van uw vermogen te garanderen. Waar het mogelijk lijkt zonder grote risico's, zullen we gericht gebruik maken van de rendementskansen om een succesvolle investering te realiseren.

BPM– Berlin Portfolio Management GmbH

Januari 2020