

Terugblik op het 4e kwartaal 2020 en vooruitzicht voor 2021

Wat een finale! Na een aantal tegenslagen in oktober brachten de laatste weken van het jaar duidelijkheid over ten minste twee kwesties die de financiële markten zwaar hebben belast. De resultaten van de Amerikaanse verkiezingen, waarvan de uitslag niet serieus kon worden aangevochten, en de levering van de eerste vaccins tegen Covid-19. Een en ander heeft tot een ware koopwoede geleid.

Na een lang en bitter geschil over de voortzetting van het federale hulpprogramma voor bedrijven en consumenten bereikten vertegenwoordigers van de zittende Amerikaanse regering kort voor de jaarwisseling overeenstemming met de komende regering. Tegelijkertijd werd in Brussel met een lastminute-overeenkomst een harde Brexit vermeden. En met Kerstmis brachten de eerste injecties met het Covid-19-vaccin, die onder het oog van de media werden toegediend, hoop voor de toekomst.

De financiële markten lieten zich verleiden door de hoop op snelle normalisering en zorgden met duidelijke winsten voor het positieve einde van een zwaar jaar. Het schrijnende contrast met de ruim een miljoen mensenlevens die tot dusverre het slachtoffer zijn geworden van de pandemie of de talloze economische middelen van bestaan die door de tegenmaatregelen zijn of zullen worden vernietigd, mag echter niet over het hoofd worden gezien.

Door de grote hoeveelheid “dingen die we nog niet eerder hebben meegemaakt” zullen we 2020 waarschijnlijk nooit vergeten. Vanuit ons perspectief als vermogensbeheerders denken we dan met name aan het volgende:

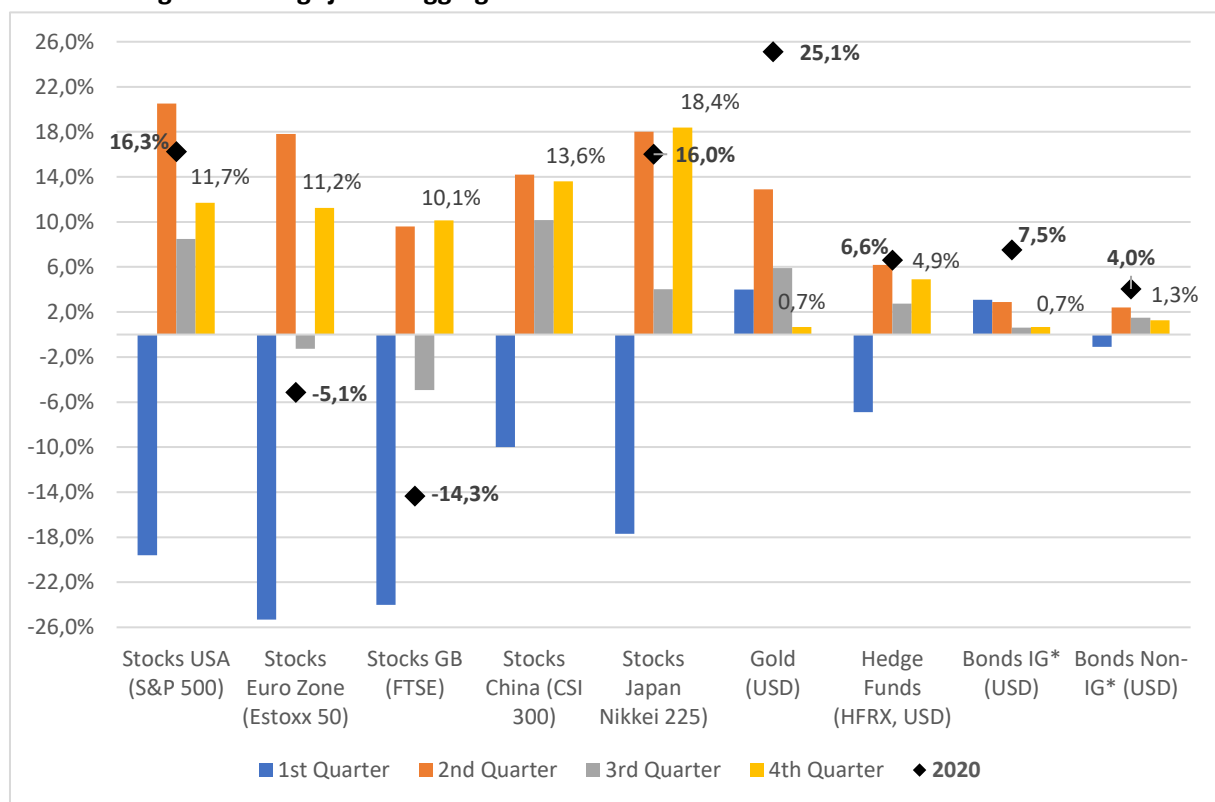
- Al in 2019 was de FED, de centrale bank van de Verenigde Staten, door de aflopende conjunctuurramp en de verstoringen als gevolg van het handelsconflict tussen de Verenigde Staten en een wereldwijde “wedstrijd om het laagste renteniveau” begonnen. Dit versterkte nog in 2020 en begon de globale kapitaalstromen om te keren: - de opmaat naar een langere depreciatiefase van de Amerikaanse dollar en opnieuw lagere, nu vaak negatieve, rentetarieven.
- De Covid-19-besmettingen, die eerder alleen regionaal voorkwamen, kregen in februari de volledige aandacht van de financiële markten. Een snelle vlucht van investeerders uit alle risicovolle beleggingen veroorzaakte dramatische koersverliezen. Tijdelijk zette dit zelfs goed gepositioneerde en gediversifieerde portefeuilles onder grote druk.
- Alleen doordat de centrale banken bereid waren nog meer regels overboord te gooien en door middel van verschillende onconventionele maatregelen enorme sommen gelds te creëren, konden regeringen de meest uitgebreide hulpprogramma's aller tijden uitvoeren. Deze tot dan toe nauwelijks voorstelbare hechte samenwerking werd door de financiële markten als onvoorwaardelijke vastberadenheid opgevat om een volledige crash van het financiële systeem te voorkomen. De nieuwe liquiditeitsstroom veroorzaakte de dusver snelste en sterkste herstelbeweging in de geschiedenis van de kapitaalmarkten. Dit ondanks het feit dat de reële gegevens eerder een daling te zien gaven dan een duurzaam herstel.

- In oktober al lang herkenbare tweede Covid-19-infectiegolf en de noodzakelijke maar restrictieve veiligheidsmaatregelen verstoorden de hoop op een snel herstel van de globale economie (V-vormig herstel). In het licht van zwakke arbeidsmarkten en over het algemeen onzekere vooruitzichten houden consumenten en bedrijven nog steeds de hand op de knip. De schuld-bbp-ratio van de staten stijgen blijven in recordtempo.

2020 - eerst diepe daling, dan de lange weg terug omhoog

Onderstaande grafiek geeft het verloop van verschillende beleggingsmarkten in afzonderlijke kwartalen van het jaar 2020 weer, en ook de ontwikkeling van het volledige jaar.

Ontwikkeling van belangrijke beleggingsmarkten in 2020



Databron: Bloomberg *IG = Investment Grade

Na een wat haperende start in oktober verliep het vierde kwartaal vooral voor beleggingen in aandelen uiterst positief. Sommige **aandelenmarkten** slaagden er ondanks de heftige dalingen in maart in om het volledige jaar 2020 met een koersvorming op of in de buurt van een nieuwe record te beëindigen.

Er waren uitstekende ontwikkelingen in Chinese aandelen (+ 27,2% in 2020) en Japanse aandelen (+ 16% in 2020). China profiteerde er als eerste economische natie in de recessie achter zich te laten en weer terug naar een groeipad terug te keren. In Japan verdubbelde de centrale bank eind februari zijn jaarlijkse limiet voor het kopen van ETF's (indexfondsen) op Nikkei en Topix tot het equivalent van ongeveer 95 miljard euro ter ondersteuning van de markt. Op het einde van het jaar werd hiervan ongeveer 50 miljard gebruikt.

Europese aandelenmarkten daarentegen konden zich nog niet naar het niveau van vorig jaar herstellen. Het ontbreken van zeer gekapitaliseerde ‘beursfavorieten’ uit de consumptie- en technologiesector (“FAANGM”), maar ook bijzondere gebeurtenissen zoals Brexit, met zijn nog niet afzienbare negatieve economische gevolgen, bleken nadelig.

De ontwikkeling van de **obligatiemarkten** volgde grotendeels de monetaire beleidslijnen van de centrale banken. De dalende renten leidden tot stijgende obligatiekoersen. Risicopremies voor staats- en bedrijfsobligaties die onder de negatieve fiscale en economische ontwikkeling eigenlijk zouden moeten stijgen, werden sterk verstoord door de opkoopprogramma's van de centrale banken en veroorzaakten onverwachte koerswinsten. Een vergelijking van de waardeontwikkeling van obligaties met een Investment Grade Rating en obligaties met een zwakkere Non Investment Grade, die niet door de centrale banken zijn aangekocht, geeft een indruk van het effect van de aankoopprogramma's.

Edelmetalen

Goud profiteerde het laatste kwartaal niet verder van zijn kwaliteiten die het in zware tijden biedt, maar beëindigde het jaar niettemin als een van de beleggingsvormen met de meeste opbrengst (+ 25.1 % in USD). Nadat nog in de door onzekerheid gedomineerde maand oktober de goudprijs hielp om het rendement van de portefeuilles van onze mandanten te steunen, zorgden meldingen over de beschikbaarheid van een Covid-19-vaccinatie voor verschuivingen naar meer op risico georiënteerde beleggingen. Zoals wij, bleven vooral die beleggers geëngageerd, die goud waarden door zijn eigenschap als inflatieveilige vermogensbuffer en die zich niet richten op koerswinsten op korte termijn. Al in december werd dit geduld in de vorm van een duidelijk herstel van de goudprijs beloond.

 3

Een ander edelmetaal dat we sinds het tweede kwartaal in veel van de door ons beheerde portefeuilles hebben gebruikt, is zilver, of beter gezegd zijn zilvermijnfondsen Omdat het meer het karakter van industriële grondstof heeft, heeft zilver een nieuwere band met de reële economie. Tot nu toe is het rendement is zeer verheugend en wat zilver tot een van onze beste beleggingsbeslissingen in 2020 heeft gemaakt.

Cryptovaluta's -nu dan toch een serieuze investering?

Het laatste kwartaal gaf een verandering in de houding van veel beleggers ten opzichte van cryptovaluta te zien. De bekendste vertegenwoordiger van deze voor vele nog nieuwe beleggingsvorm is de *Bitcoin*, de eerste kunstmatig gecreëerde digitale munteenheid (2009). Bitcoin vertegenwoordigt thans ongeveer 70% van de marktkapitalisatie van thans bestaande ruim 7000 cryptovaluta's.

Tot de “doorbraak” leidde de aankondiging van de betalingsdienstverlener PayPal in oktober om zijn meer dan 340 miljoen gebruikers in de toekomst ook de handel en het gebruik van Bitcoin aan te bieden. Ook vele institutionele beleggers zoals bedrijven, pensioenfondsen en hedgefondsen meldden delen van hun liquide vermogen in digitale munten te investeren. Speculatieve beleggers volgden deze geldtrein, verleid door de steeds verder stijgende prijzen voor de verschillende cryptovaluta's. De hoop op snelle winsten is daarbij vaak de hoofdreden. We zagen alleszins ook dat steeds meer beleggers in cryptomunten een ernstig te nemen alternatief zien op de door negatieve reële renten belaste valuta's. Dit is zeker niet zonder reden, aangezien de laatste schuldorgieën van regeringen en centrale banken de “intrinsieke waarde” (d.w.z. het volume van het in omloop zijnde geld in verhouding tot de economische output) van de bekende valuta's nog verder hebben uitgehold. Men kan niet meer over

het hoofd zien dat 's werelds grote centrale banken bezig zijn met het creëren van digitale versies van hun valuta te creëren. En ook dit betekent dat "digitaal geld" zich van de (in het verleden soms ietwat schimmige) wereld van een paar insiders wegbeweegt naar het dagelijks leven van consumenten en het bedrijfsleven.

Voor BPM speelt een breed gediversifieerd engagement in verschillende cryptovaluta's een belangrijke rol bij de inspanningen portefeuilles tegen toekomstige inflatierisico's te beschermen. Aangezien dit beleggingssegment zich nog in een vroeg ontwikkelingsstadium bevindt en gelet op de voorheen soms extreme prijschommelingen, beleggen we hier niet rechtstreeks, maar via een gediversifieerd instrument. Alleen al door het relatief laag marktvolume van cryptovaluta's (eind 2020 ongeveer 700 miljard Amerikaanse dollar - in vergelijking tot Apple met ongeveer 2300 miljard Amerikaanse dollar) kunnen zeer grote rendementschommelingen worden verwacht. Desondanks moeten we voor ogen houden dat het hier vooral om een strategische investering gaat waar we sinds oktober 2020 met een groot aantal mandaten bij betrokken zijn.

Conjunctuurcrash, herstel en nieuwe crash?

In onze terugblik op het derde kwartaal 2020 becommentarieerden we het conjunctuurherstel:

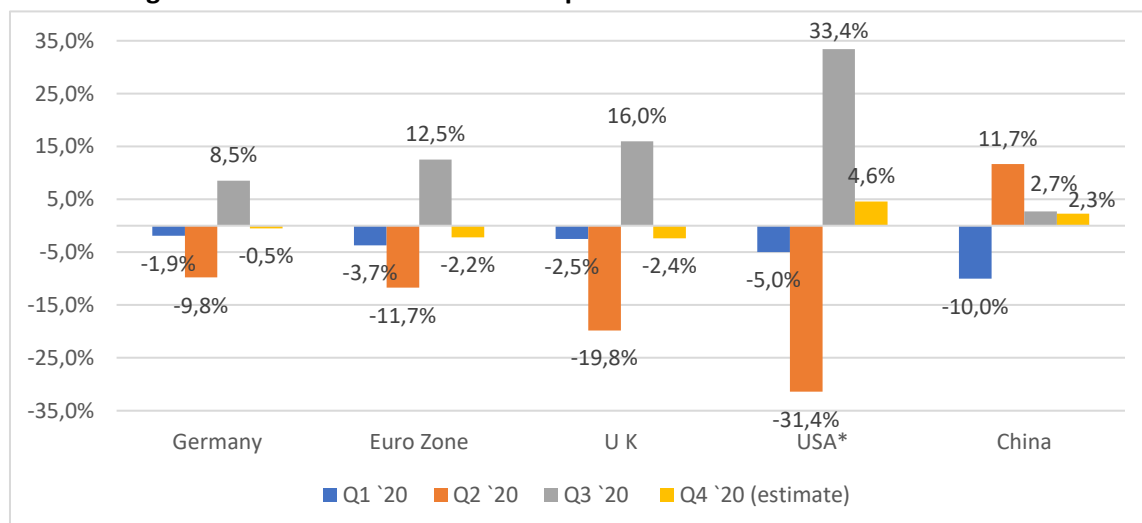
“Het sterke herstel in het derde kwartaal mag niet te naastig geïnterpreteerd worden. Voor ons schijnt de evolutie vooral door inhaaleffecten gekenmerkt te zijn, die bijkomend door het aanhoudende massieve gebruik van fiscale en geldpolitieke steunmaatregelen geflankeerd wordt. Een signaal voor een snelle terugkeer naar een niveau van voor de pandemie lijken we daarom nog niet te herkennen”.

4

Zoals we in het vierde kwartaal hebben gezien, was onze scepsis terecht. De voorspelde tweede golf van Covid-19-infecties en de daarmee gepaard gaande hernieuwde maatschappelijke beperkingen zullen naar alle waarschijnlijkheid veel landen weer in een recessie brengen.

Onderstaande grafiek geeft conjunctuurverloop van geselecteerde landen in het voorbije jaar weer. Getoond worden de percentages van de verandering van het reële bruto binnenlands product ten opzichte van het vorige kwartaal.

Verandering van het reële bruto binnenlands product



Databron: Bloomberg, Stand Daten und Schätzungen 05.01.2021, *Data USA zijn per seizoen opgeschoond en geannualiseerd

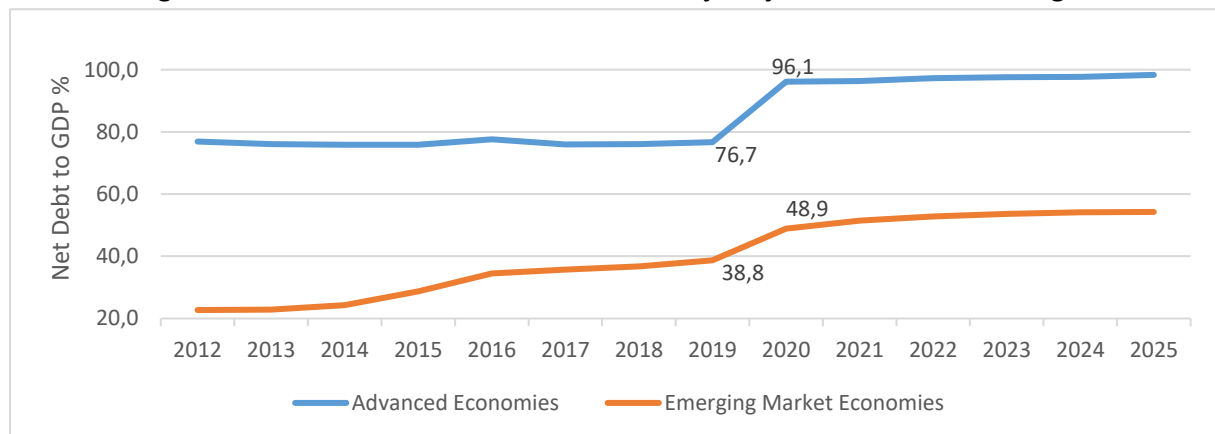
Een verandering ten goede kan, maar hoeft niet per se te leiden tot een snelle en succesvolle vaccinatiecampagne tegen Covid-19. Andere factoren zoals bijvoorbeeld verdere massieve fiscale en monetaire ondersteuningsdiensten, zullen van cruciaal belang zijn.

Waarom de wereld in de toekomst lage renten nodig zal hebben

Een hoe dan ook bestaande trend, die de wereldwijde pandemie extreem versterkt heeft, bestaat uit de groeiende schulden van staten maar ook van bedrijven en particuliere huishoudens. De opgelegde hulpprogramma's om de economische gevolgen van de pandemie te verzachten kennen in hun omvang geen gelijke. Alle grote centrale banken maken met hun extreem expansieve geldpolitiek - figuurlijk gesproken met wijd geopende geldsluizen - deze fiscale maatregelen mogelijk.

Het Internationaal Monetair Fonds (IMF) schatte in zijn in oktober 2020 verschenen "Fiscal Monitor" dat de netto-schuldstand van de grootste ontwikkelde economische naties in 2020 van 76% tot het bruto binnenlands product (BBP = totaal economisch vermogen van een jaar) naar 96% zal stijgen. Daarbij vergeleken lijken opkomende economieën lijken een 'slechts' half zo hoog schuldniveau daarentegen bijna solide.

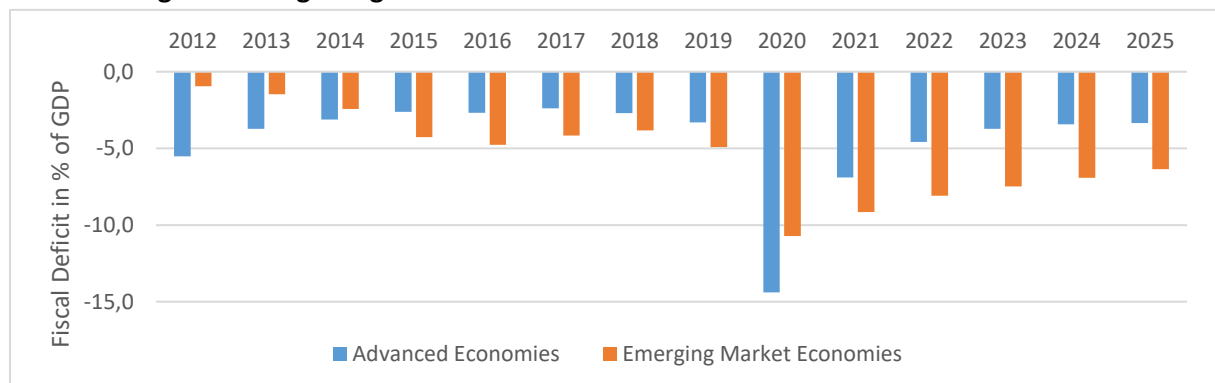
Ontwikkeling van de netto-staatsschuld in relatie tot het jaarlijks economische vermogen



Databron: IWF, Fiscal Monitor October 2020, eigen berekening

Als we naar de prognoses voor de ontwikkeling van de begrotingstekorten van de overheid in de komende jaren kijken, dan wordt het duidelijk dat de overheden in de toekomst aanzienlijk meer zullen blijven uitgeven dan ze ontvangen.

Ontwikkeling van de begrotingstekorten van de staat



Databron: IWF, Fiscal Monitor October 2020, eigen berekening

Zelfs een snel herstel van de wereldeconomie (niet zichtbaar in de huidige prognoses) zou deze ontwikkeling alleen maar temperen, maar niet leiden tot aanzienlijk solider gefinancierde nationale begrotingen.

Dit vrij duidelijke ontwikkelingsperspectief brengt ons tot volgende conclusies:

- Een renteverhoging zoals door de VS Centrale Bank FED al tot minstens 2023 uitgesloten, valt de komende jaren niet te vrezen. Hogere rentelasten zouden voor staten, bedrijven en ook particuliere huishoudens snel niet te dragen blijken te zijn.
- Beleggingsvormen die uitsluitend op schuldbeloftes zijn gebaseerd zoals obligaties, banksaldi maar ook valuta's bieden, omdat nulrente en negatieve renten economisch noodzakelijk zijn, geen zicht op opbrengsten, maar dragen wel groeiende kredietwaardigheidsrisico's.
- De structuur van de door ons beheerde portefeuilles zal zich aanpassen en moet verder wijzigen. Traditionele obligatiebeleggingen (= gesecuritiseerde schuldvorderingen), die door aanhoudende rentebetalingen decennialang voor een stabiele basis hebben gezorgd, gaan we geleidelijk vervangen door alternatieve rendementsbronnen.
- Eenvoudigweg uitwijken naar beleggingsvormen met zogenaamd hogere opbrengsten, maar ook hogere risico's vormt geen oplossing. Veelal waren populaire adviezen te beluisteren zoals *dividenden vormen de nieuwe rente*. Vooral ook het laatste jaar met zijn talrijke dividendverlagingen tot zelfs schrapping ervan, mag de ontoereikendheid van deze al te simplistische strategie duidelijk geworden zijn.

Risicofactoren 2021

6

Er is een aantal onderwerpen dat het komende jaar onze bijzondere aandacht vraagt. Enige voorbeelden hiervan zijn:

Vertraagde faillissementen van bedrijven en consumenten:

Tot nu toe zorgden uitgebreide overheidsbeschermingsmaatregelen ten gunste van debiteuren - deze waren meestal van tijdelijke aard - ervoor dat ophouden te betalen niet onvermijdelijk leidde tot de voor dit doel beoogde faillissementsprocedures. Enerzijds rijst de vraag hoe crediteuren zich tegen vermogensverliezen uit de voorgeschreven uitgestelde insolventie kunnen beschermen. Voor bedrijven met hun klanten en leveringsketen, alsook voor banken met hun kredietnemers valt een "sneeuwbaaleffect" uit betalingsachterstanden, liquiditeitstekorten en gereduceerd eigen kapitaal te vrezen. Sterk negatief werkende conjunctuureffecten en een nieuwe "vlucht in veiligheid" van de financiële markten zouden het gevolg zijn.

Devaluatierace met de dollar, de belangrijkste munt ter wereld:

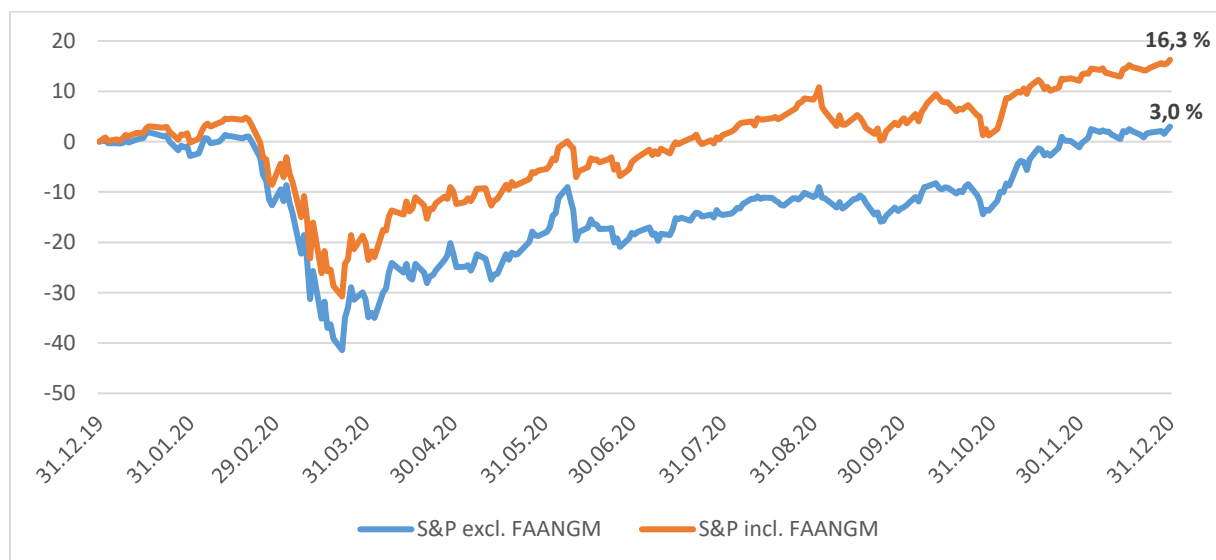
Na de korte "vlucht in de veilige haven"-fase, met een opwaardering van ca. 8% in het eerste kwartaal (valutakorf / DXY index), beleefden we bij US-dollar een waardevermindering van ongeveer 13% tot en met het einde van het jaar. Het snel geslonken rentevoordeel van US-dollarbeleggingen door de maatregelen van de Centrale Bank (bijv. kromp de rentevoorsprong van 2-jarige VS-staatsobligaties tegenover de Duitse van meer dan 2% naar duidelijk minder dan 1% per jaar), in combinatie met de forse stijging van de staatschuld van de Verenigde Staten, zette de wisselkoers van de Amerikaanse dollar onder druk. Exporteurs uit andere valutazones boetten daardoor concurrentievermogen op de wereldmarkten in. Tegelijkertijd dalen de invoerprijzen voor deze landen, wat haaks staat op het

noodzakelijke herstel van de groeibevorderende inflatie, zoals in het eurogebied. Tot nu toe zijn de betrokken centrale banken in hun communicatie nog terughoudend. We verwachten dat dit thema weldra al actueel zal zijn, met als doel, de appreciatiedruk op de eigen valuta te beperken of zelfs om te keren.

Tegenwind voor “FAANGM”(Facebook, Amazon, Apple, Netflix, Google, en Microsoft.)-aandelen:

De huidige beursfavorieten, bijv. Facebook (+ 32% in 2020) of Amazon (+ 77% in 2020), die direct (via hun sterke weging op aandelenindexen) en indirect (als sfeermaker) een belangrijk trekpaard voor de aandelenmarkten zijn, staan internationaal onder sterk toenemende politieke druk. Ze worden door hun behaalde waarde slachtoffer van hun eigen succes. Antitrustzaken, beschuldigingen van gegevensmisbruik en marktmacht, slechte behandeling van werknemers en overdreven agressieve modellen voor belastingontwijking zullen in de toekomst voor deze aandelen waarschijnlijk belangrijke negatieve factoren gaan vormen. Welke invloed dit potentieel kan hebben op de volledige markt, toont volgende grafiek:

Rendement 2020 van S&P 500 met (oranje) en zonder (blauw) FAANGM-aandelen



Databron: Bloomberg

Andere ontwikkelingen die eerder zijn begonnen, blijven van invloed op de risicostemming op de financiële markten:

- De bestrijding van het Covid-19 virus, in het bijzonder de effectiviteit van de nieuwe vaccinatie en de snelheid van de verspreiding ervan, alsook de andere maatregelen voor het inperken van de fiscale, economische en sociale gevolgen van de pandemie.
- De eerste maatregelen van de nieuwe regering van de Verenigde Staten onder president Biden, die hopelijk weer meer door de geest van de coöperatie dan van die van de confrontatie gekenmerkt zal zijn.
- De praktijktest van de nieuwe politieke en economische relaties met Groot-Brittannië met de Brexit-overeenkomst, die last minute tot stand kwam.

Onze ideeën voor 2021

Over het algemeen gaan we ervan uit dat ook 2021 door de omvang van de financiële markten met liquiditeit en door zeer veel overtollig kapitaal op zoek naar winsten gekenmerkt zal zijn. Volgens ons is de financiële wereld daarenboven in een belangrijke baanbrekende fase gekomen, die voor vele zaken een ander denken zal vragen. Enkele voorbeelden daarvan zijn:

- De met hoge politieke druk gestimuleerde herstructurering van de economie en de energiebasis van de wereld voor duurzaamheid (klimaatverandering en sociale rechtvaardigheid);
- de door de Corona-pandemie uitgelokte belastingstest van internationale leveringsketens (deglobalisering en insourcing) en
- diep grijpende veranderingen van processen in economisch en maatschappelijk leven, die uitgaan van volledig nieuwe technologieën en dusver nog onbekende toepassingsmogelijkheden (digitalisering)

We zijn er verleden jaar al mee gestart in enkele van deze langetermijnsontwikkelingen gericht te investeren - niet alleen omwille van de hier besproken zaken, maar ook omwille van de daaruit resulterende beleggingskansen. Deze thematische aandeleninvestering (tot nu toe speciale internet-, milieu- en biotechnologie), los van de zeer hoog beoordeelde “standaardmarkten”, willen we uitbreiden. Bijvoorbeeld zullen nieuwe communicatietechnologieën, innovatieve mobiliteitsvormen of ook het overwinnen van de schaarheid van resources daarbij een rol spelen.

Als er al in 2021 betrouwbare tekenen zijn van normalisatie en aanhoudend economisch herstel, kan er ook een sterkere cyclische oriëntatie ontstaan bij investeringen in aandelen en grondstoffen.

Wat u van ons kunt verwachten

We hebben in ons vooruitzicht enkele risico's beschreven, die we in de toekomst voor de opbrengst en het behoud van substantie van uw aan ons vertrouwde activa zien.

Maar waar er risico's zijn, zijn er ook buitengewone winstmogelijkheden - zeker in een wereld die zo drastisch verandert.

Ervaringen uit het verleden zullen daarbij slechts nog beperkt nuttig zijn. Veeleer zal het erop aankomen, ondanks de onzekerheid en de vaak hoge complexiteit de juiste beslissingen te nemen om de stappen voor de toekomstige winsten van uw portefeuille juist te zetten.

We voelen ons daarvoor goed gewapend en zijn zeer vastberaden.

Hartelijk dank voor uw vertrouwen het voorbije jaar!

BPM – Berlin Portefeuille Management GmbH

Januari 2021