



Datum: 26 maart 2020

**Investment call:** update markten/ impact corona-virus op de financiële markten. Door Jan Willem Verhulst en Luc Aben.

We hebben te maken met een snel verspreidend virus waarbij op dit moment 420,000 mensen besmet zijn geraakt en 20,000 dode gevallen.

Overheden nemen in rap tempo maatregelen die bestaan uit het sluiten van grenzen, het verbieden van reizen, sluiten van scholen, thuiswerken, lockdowns en social distancing. De lockdowns zien we terug in veel landen en varianten. Italië was het eerste voorbeeld in Europa en daarna volgden Frankrijk, Spanje en nog meer landen. In de Verenigde Staten is de economische activiteit met een derde stilgezet.

Zo langzamerhand worden de financieel-economische gevolgen zichtbaar. Dat beeld is volgens verwachting zeer negatief.

### Enkele voorbeelden

- China, retailverkoop daalt met 20% en de industriële productie is met 13% gekrompen. De PMI-indicator van 30 betekent een daling, die we de afgelopen 30 jaar niet meer zijn tegengekomen.
- PMI-indicatoren voor Europa worden geschat in dezelfde orde van grootte, tussen de 30-35.
- Canada geeft een werkloosheidscijfer wat duidt op een toename van werklozen van 500.000 werknemers, oftewel 2,50% van de totale werkgelegenheid.
- En vandaag geeft de VS aan dat de jobless claims zijn gegroeid met 3,3 miljoen mensen (!).

Aan de hand van bovenstaande en wat er nog allemaal op ons gaat afkomen, zijn research analisten hun verwachtingen drastisch aan het bijstellen:

Economische groei in Europa zal in het 2<sup>e</sup> kwartaal tussen de 10 en 20% dalen. En voor de Verenigde Staten is de laatste schatting voor het bruto nationaal product een min van 30% voor het komende kwartaal. Met eveneens grote gevolgen voor de werkgelegenheid maakt de wereld zich op voor een diepe recessie.

Hoopvollere berichten komen uit China waar de economie weer langzaam op gang komt. Dit valt terug te lezen uit cijfers zoals het op gang komen van het dagelijks verkeer (89% van de norm in 19 steden) en de energieconsumptie (78% van 2019 steenkool niveau).

### Hoe verhoudt deze snelle en forse correctie zich tot het verleden en wat zijn de observaties?

Er is vanaf het hoogste punt in Februari 2020 een ongekende USD 26 biljoen aan waarde verdampt op de wereldwijde aandelenmarkt. Om dit in perspectief te plaatsen, dit bedrag is groter dan de gehele Amerikaanse economie. De 'fear index' VIX steeg van 12 naar boven de 80. Beleggers hebben verkocht in bijna alle assetcategorieën. En daarbij werd de verkoopgolp versterkt door het (verplicht) moeten terugdringen van uitstaande kredieten. In deze fase corrigeerde eveneens de prijs van goud. Op een zeker moment waren zelfs veilige havens als Amerikaanse staatsleningen core-Eurozone staatsleningen onderdeel van de heersende verkoopgolp. Tussentijds zorgde een oliecrash voor nog meer verkoopdruk en gebrek aan vertrouwen op de financiële markten. De olieprijs zakte onder de USD 25 per barrel. Deze nooit eerder vastgestelde daling van de olieprijs komt voort uit het niet willen terugschrijven van de productie (lees: supply) en de al eerder ingezette terugvallende vraag naar olie (lees: demand). Daarmee is er ook druk ontstaan op de obligatiemarkt en dan met name in het segment van lagere kredietwaardigheid, met zogenaamde junk status. Een significant percentage, 14%, kunnen we toekennen aan de energiesector die hier hard door worden getroffen. Obligatiemarkten in algemeen functioneerde niet of nauwelijks. De dollar won terrein en steeg van 1.14 naar 1.07 ten opzichte van de euro. De verkoopgolp eveneens in USD assets was evident. Door het versoepelen van zogenaamde swaplines van FED naar internationale banken wordt illiquiditeit voorkomen.

Het verleden toont dat de gemiddelde daling van de wereldwijde aandelenmarkten zo'n 34% is. In dat licht gezien is met de daling die we constateren van het hoogste punt in februari tot het laagste punt vorige week een hoop negativiteit ingeprijsd.

Het grote verschil met eerdere correcties van de periode 2001-2003 en de periode 2007-2008 is dat de huidige crisis ontstaan is vanuit een exogene schok en de voorgaande een endogene schok betrof. Dat betekent uiteraard niet dat de schok minder groot is of zal zijn, maar de remedie is wel degelijk anders. Naast de wereldwijde monetaire verruiming zijn de fiscale stimuleringsmaatregelen essentieel. Het snelle ingrijpen van de centrale banken om de markt van liquiditeit te voorzien en de kredietmarkten te laten functioneren is van groot belang maar niet voldoende. Het ruime begrotingsbeleid betekent het introduceren van enorme steunpakketten tot wel 15% van het bruto nationaal product. Doel van deze gecoördineerde actie is zorgen voor een overbruggingsfase tot we weer in een normale fase terugkeren. Hiermee wordt de wegvallende vraag tijdelijk opgevangen. Tegelijkertijd zullen we moeten accepteren dat de overheidstekorten oplopen, immers 'nood breekt wet'.

### Met welke scenario's moet de markt rekening houden voor de nabije toekomst.

Kempen spreekt over een 4-tal mogelijke scenario's zonder daaraan een percentage waarschijnlijkheden te verbinden.

1. V-vormig (meest ideaal), een grote economische neergang in Q2 en vervolgens een snel en fors herstel in Q3 en verder.
2. U-vormig (meest waarschijnlijk nu), economische krimp in Q2 en Q3 met een uitbodemingsfase, waarna de economie langzaam herstelt in Q4.
3. W-vormig, in eerste een V-vorm die afgebroken wordt door een 2<sup>e</sup> golf van het corona-virus.
4. L-vormig (meest vervelende), economische neergang blijft voortduren vanwege onvoldoende controle op het virus.

Zoals aangegeven verwachten we op dit moment een U-vormig herstel waarbij het corona-virus binnen 3 maanden onder controle is. In alle scenario's kunnen we stellen dat zodra er licht aan het einde van de tunnel is, de aandelenmarkt zal opereren. Wat betreft de obligatiemarkt is er minder beweging te verwachten doordat rentes laag worden gehouden middels de opkoopprogramma's.

Om een voorstelling te geven, vindt u hieronder een samenvatting van (tot nu bekend) gepresenteerde fiscale stimuleringsmaatregelen:

### Europa en Amerika

EU	• Stimuleringspakket van €37 mrd (0.2% bbp)
Nederland	• €10-20 mrd (2% bbp) aan betalingen voor noodlijdende bedrijven en zzp'ers. Met de ruimte om dit op te laten lopen tot €90 mrd
Duitsland	• €550 mrd aan garantstellingen voor bedrijven in nood
Verenigd Koninkrijk	• £330 mrd aan garantstellingen • £32 mrd (1,5% bbp) aan directe steun en belastingverlagingen
Frankrijk	• €300 mrd aan garantstellingen • €45 mrd (1,5% bbp) aan steun
Verenigde Staten	• \$550 mrd (2,5% bbp) aan belastingverlagingen en directe uitbetalingen aan volwassenen (\$1.000 p.p.) • \$300 mrd aan MKB-leningen • \$250 mrd (1,2% bbp) aan directe uitbetalingen • \$100 mrd aan luchtvaart en industriehulp (0,5% bbp) • \$8 mrd om gezondheidssector verder te stimuleren

### Azië Pacific

China	• MKB-bedrijven hoeven tijdelijk geen pensioen-, werkloosheid- en arbeidsongeschiktheidspremies te betalen. De overheid heeft hier \$15,5 mrd (0.1% bbp) voor uitgetrokken
Hong Kong	• Elke volwassene permanente inwoner krijgt een bedrag van HK\$ 10.000 (*€ 1.170)
Zuid-Korea	• \$13 mrd aan directe steun (0.1% bbp) • \$9 mrd aan extra bestedingen (0.1% bbp)
Australië	• \$10 mrd (0,7% bbp) aan steunmaatregelen
IMF	• \$50 mrd aan snel uitkerende noodfinancieringsfaciliteiten voor opkomende markten

Bron: IMF, Capital Economics, BCA, Kempen



## Hoe ziet ons beleggingsbeleid eruit en waar kijken we naar?

We adviseren op dit moment de rust te bewaren. De stofwolven van het coronavirus zijn nog lang niet neergedaald. Het is onduidelijk wat de economische impact op korte én lange termijn zal zijn. Ondanks de onzekerheid op de korte termijn, is het als belegger belangrijk om de focus op de lange termijn te houden. In de laatste maanden hebben we reeds een wat voorzichtiger beleggingsbeleid gehanteerd. We onderwegen aandelen, houden exposure naar staatsleningen EU en VS, en hebben recentelijk onze weg in bedrijfsobligaties gereduceerd. Bij instappen adviseren we een stapsgewijze benadering. De laatste gedane transactie was gericht op het aankopen van aandelen. Dit doen we gespreid over de regio's (Europa, Noord-Amerika en Opkomende markten) en in kleine stappen.

### Obligaties

Voor de lange termijn zijn EMU-staatsobligaties nog steeds onaantrekkelijk maar bieden wel diversificatie voordelen. Ze bieden - ondanks het lage aanvangsrendement tot onder 0% - wel tegenwicht aan aandelen. Naast de positie in EMU staatsobligaties blijven we bij onze extra spreiding naar bedrijfsobligaties (wel wat afgebouwd) en staatsobligaties van opkomende landen en van de VS. Het renteverschil (spread) tussen opkomende landen en overheidsobligaties Verenigde Staten is 6.00%. De spread die we zien in het high yield segment is momenteel 10% met een default rate van 9 à 10%. Op basis van historie levert deze situatie voor de komende 12 maanden in bijna alle gevallen een positief rendement op, voor zowel High Yield als Emerging Market Debt. We monitoren de situatie nauwgezet. Zou de rente in de oplopen door de verhoogde schuldenberg bij overheden dan zullen de centrale bankiers waarschijnlijk verder instappen om de rente te drukken.

### Aandelen

Waarderingsniveau's op de aandelenmarkten zijn minder zichtbaar op het ogenblik. De forward K/W voor respectievelijk Europa, Noord-Amerika en Azië staan op 11,15 en 12 waar het historisch gemiddelde op 14/15 ligt. Gekeken naar risicopremies zien we in Europa een earnings yield van 9% tegenover 0% voor overheidsobligaties. In Noord-Amerika is dat 7% earnings yield versus 1% op een 10-jaars staatslening. De dividend yield in Europa is 4.50% en in Noord-Amerika 2.50%.

De winstverwachtingen zullen snel herzien worden. De verwachte winstgroei van 7% voor Europa en 5% voor Noord-Amerika zal naar verwachting in de richting gaan van 10-20% winstdaling.

10- jaar rendementsverwachtingen van Kempen zijn:

<b>Aandelen:</b>	
Europa	10.00%
Verenigde Staten	5.50%
Opkomende markten	10.00%
<b>Vastrentend:</b>	
Overheid EMU	0.20%
Overheid VS	1.40%
Investment Grade, bedrijfs	2.00%
Non-investment grade, bedrijfs	6.00-8.00%
Schuld papier, opkomende landen	8.00%

## Welke positieve aspecten willen we graag in deze onzekere tijd benoemd hebben?

- Er komen voorbeelden vanuit China, Korea en Italië voor het onder controle krijgen/ komen van het corona-virus.
- De lage olieprijs helpt olie-importerende regio's zoals Europa en de opkomende landen.
- Als het U-vormige herstel concreetiseert dan zal liquiditeit in de markt blijven en een stimulans blijken.
- Het robuustere bancaire systeem is van waarde in de overbruggingsfase.
- Extreem negatieve sentimentsindicatoren leveren mogelijkheden op.

## Een aantal vragen.

### Zien we goud (nog) als veilige haven?

Ja, dat doen we. Zoals eerder kwam goud in eerste instantie ook onder verkoopdruk. Ondersteunend voor de koers van goud is een zwakkere dollar, het negatieve sentiment en de verdwijnde opportunity costs. In 2 scenario's zal goud bescherming kunnen bieden in de beleggingsportefeuille.

### Wat zijn de te verwachten ontwikkelingen voor de olieprijs?

De olieprijs is in korte tijd van USD 60 per barrel gedaald tot onder de USD 25 per barrel. Aan de ene kant zagen we al een dalende vraag. De grote crash ontstond tijdens een OPEC-meeting van 9 maart jl. Saoedi-Arabië en Rusland kwamen er niet uit om de dagproductie te verlagen. Met een grote prijsdaling overnight tot gevolg. De consequenties voor iedere producent zijn desastreus. Schaliebrandstof-producenten in de VS hebben een veel hogere olieprijs nodig om kostendekkend te produceren. En ook Saoedi-Arabië en Rusland hebben voor een sluitende begroting een hogere olieprijs nodig. De verwachting is dat OPEC-leden ergens tot een vergelijk komen wat tot een hogere olieprijs moet leiden.

### Wat is de verwachting van de dollar?

We hebben een grote vraag naar dollars gezien tijdens het diepste punt van de markt-sell off. Dit leidde tot een sterkere dollar ten opzichte van andere valuta's. Met de FED maatregel de rente te verlagen naar 0 én geringe munie ter beschikking van de ECB, verwachten we dat de relatieve sterkte van de US dollar uitgewerkt is. Een trading-range tussen de 1.10 en 1.15 achten we waarschijnlijker.

## Tot slot, willen we de basisregels in het onzekere klimaat nogmaals benadrukken:

- Houd de grote verdeling (asset allocatie) van uw portefeuille in de gaten. Die verdeling is ooit opgemaakt met het oog op de doelstellingen op de langere termijn.
- Niet schieten op alles wat beweegt.
- Bijkopen (rebalancen): doe het stapsgewijs.
- Zorg voor diversificatie.