

Noesis-Capital Kwartaalbericht 2020-4

Terugblik

Het laatste kwartaal van 2020 stond wereldwijd volledig in het teken van de vaccins tegen het corona virus. BioNTech/Pfizer maakte bekend dat het ontwikkelde vaccin een effectiviteit van minimaal 90% heeft. Tegen het einde van het jaar werd duidelijk dat ook andere vaccins succesvol waren en dat de eerste vaccinaties al in begin 2020 van start kunnen gaan.

Deze berichten gaven beleggers onverwacht een perspectief op het onder controle krijgen van het virus. Het resulteerde in een geweldige maand december voor aandelen, waarbij veel records werden gebroken. Zo steeg de All-Countries wereldindex uitgedrukt in euro's met 9.6%. De index van de ontwikkelde markten steeg met 8.4% en die van de opkomende markten met 14.4%. De stijging van de euro tegenover de dollar met ruim 4% beperkte de winsten voor euro beleggers. Dankzij de winst in het laatste kwartaal slaagden alle drie deze indices erin om het jaar in de plus af te sluiten.

Nieuwe beleggers

Bij het herstel vanaf maart speelden nieuwe beleggers totaal onverwacht een grote rol. De midden- en hogere inkomens hadden minder last van de corona crisis dan de lagere inkomens en de onmogelijkheid om geld uit te geven leidde tot een grote toename van de besparingen. Voor een deel zijn die op de beurs ingezet. In de VS explodeerde het aantal klanten van brokers en ook in Nederland werden veel nieuw beleggingsrekeningen geopend. De zolderkamer belegger werd een begrip.

Deze beleggers kochten met name de technologiefondsen, die doorgaans al een forse stijging achter de rug hadden. Parallel hieraan ging er door de groeiende focus op ESG (Environmental, Social and Governance beleggen) ook institutioneel vermogen van fossiel naar groen en technologie. In 2021 zal het EU Sustainable Finance Action Plan, dat tot doel heeft vermogensbeheerders te stimuleren geld in te zetten voor een duurzame toekomst, deze trend nog een nieuwe impuls geven.



Economie en rente

In het derde kwartaal groeide het reële Eurozone BBP met 12.5%, fors hoger dan verwacht. Het herstel was het sterkst in de landen waar de krimp in de eerste helft het grootst was. Door de aanscherping van de coronamaatregelen is het BBP in het vierde kwartaal weer gekrompen en zal dan voor het jaar uitkomen op minus 7.3%. De ECB verwacht nog steeds dat het BBP medio 2022 weer terug zal zijn op het niveau van voor de crisis.

Op de obligatiemarkten was de stijging van de lange rente in de VS naar net onder de 1% opmerkelijk, maar op jaarbasis is de lange rente in de VS, net als in Europa, flink gezakt. In Europa daalde de rente vooral in de Zuid-Europese landen. De door weinigen verwachte daling in 2020 had alles te maken met de corona crisis die ertoe heeft geleid dat centrale banken de geldkraan ongekend ver hebben opgedraaid.

De gigantische obligatie opkoopprogramma's van centrale banken domineerden de markt. Zowel de Fed in de VS als de ECB in Euroland hebben aangegeven daar tot zeker 2022 mee door te gaan. Beide centrale banken geven ook steeds meer signalen af dat zelfs als de inflatie zou oplopen dat nog geen reden is om het opkopen snel af te bouwen. De Fed heeft zelfs gemeld een stijging van de inflatie tot boven de 2% te zullen accepteren zolang het middellange termijn gemiddelde maar net onder de 2% blijft.

Over de omvang van de overheidstekorten maakt momenteel vrijwel niemand zich enige zorgen! Volgens de laatste taxaties zal het overheidstekort van de eurolanden in 2020 uitkomen op 8% van het BBP en op 6% in 2021. In de VS is het tekort in het op 30 september afgelopen fiscale jaar uitgekomen op maar liefst 15%. Daarmee is de Amerikaanse staatschuld nu groter dan het BBP en in de eurolanden nadert het de evenaring. Het blijft verder opmerkelijk dat de gehele rentecurve van zowel Duitsland als Nederland negatief is zodat bij iedere schulduitgifte de totale rentelasten dalen. Geld lenen levert dus geld op!

Winstontwikkeling

In het 4e kwartaal zijn de winsttaxaties in de VS voor 2020 met bijna 5% verhoogd, terwijl die voor 2021 vrijwel onveranderd bleven. Over de afgelopen 12 maanden zijn de taxaties voor 2020 met 24% en voor 2021 met 15% gedaald. De winsttaxaties voor zowel de Euro Stoxx 50 als de AEX-index zijn in het 4^e kwartaal voor zowel dit als komend jaar nauwelijks van hun plaats gekomen. Ten opzichte van begin 2020 daalden de taxaties voor zowel de Euro Stoxx 50 als de AEX met 5% meer dan die van de VS.

Andere ontwikkelingen

In november bereikten een aantal Aziatische landen plus Australië en Nieuw-Zeeland een vrijhandelsakkoord. Dit Regional Comprehensive Economic Partnership omvat 15 landen die samen 30% van de wereldeconomie uitmaken. Eind december bereikten de EU en China na jarenlange onderhandelingen een akkoord over een veelomvattend investeringsverdrag. Het is geen toeval dat de VS bij beide verdragen buiten spel staat. Vlak voor het jaareinde slaagden het Verenigd Koninkrijk en Europa er toch nog in een harde Brexit te vermijden.

Eind december gaf Unilever het hoofdkantoor in Rotterdam op en verloor daardoor zijn plaats in de Euro Stoxx 50. Vervanger was de Ierse gok multinational Flutter Entertainment, dat ook is opgenomen in de Engelse FTSE 100 index. Of de opname van een gokfonds iets zegt over de staat van de aandelenmarkten zal de toekomst uitwijzen.



Visie

Voor actieve beleggers was 2020 een woeste rollercoaster rit die goed is afgelopen. Dat was geen zekerheid want in tegenstelling tot een achtbaan zit de beurs niet vast aan een rails. Het virus zette begin 2020 de beurskoersen geweldig onder druk. Nadat overheden en centrale banken reusachtige steunprogramma's hadden aangekondigd herstelden de beurzen.

'Nieuwe' beleggers speelden een hoofdrol bij het herstel van de beurzen. Zij kochten vooral technologiefondsen en alles wat groen is en herschreven daarmee de spelregels. Op de beurs bepaalt de meerderheid de spelregels en als koop technologie en groen een nieuwe regel is dan gaan die sectoren verder omhoog. Het gevolg is dan wel dat de waarderingen ontkoppeld worden van de basis. Beleggen is uiteindelijk het financieren van de groei en bloei van de economie. De beurs is de marktplaats waar spaarders en investeerders elkaar ontmoeten en de transactie prijs zou vooral een functie moeten zijn van de inschatting van de koper en de verkoper van het winstpotentieel van de belegging. Met een negatieve spaarrente gaan waarderingen en de 'risk appetite' echter scheeflopen.

Op 9 januari was de waarde van een aandeel Tesla per in 2020 verkochte auto \$1.668.000, van Volkswagen was dat minder dan \$10.000. Adyen wordt verhandeld op ruim 90 keer de winstverwachting voor 2022. De groeivoorzichten van Tesla en Adyen zijn uitstekend, maar de beurs verdisconteert nog veel meer of is ontkoppeld van de winststroom. Dat laatste lijkt het geval te zijn en doet denken aan de hypotheekmarkt in de VS in 2008. De huizenprijzen zouden nooit meer dalen en iedereen kon een hypotheek met een rentevrije beginperiode krijgen onder het motto: als je het niet kunt betalen dan kun je het huis met winst verkopen.

Waardering

De vergoeding voor het extra risico van aandelen, de risicopremie (winstrendement minus de lange rente) ligt in Europa rond de 5% en in de VS net boven de 3%. Daar is historisch gezien weinig mis mee. In het vierde kwartaal zijn aandelen door de koersstijgingen iets minder aantrekkelijk geworden, maar daar stond daartegenover de verschuiving naar de veel hogere taxaties voor 2021. Voor 2021 ligt de winsttaxatie van de S&P index zo'n 16% boven die van 2020 en voor de Eurostoxx 50 net als voor de AEX op ruim 30%.

Naast de acceptabele waarderingniveaus van aandelen is het perspectief op een economisch herstel en tenminste een gedeeltelijke terugkeer naar normaal op basis van een succesvolle uitrol van vaccinaties de belangrijkste overweging om met vertrouwen naar de beurs te kijken. Selectiviteit is daarbij het sleutelwoord de komende maanden, want de ontkoppeling van de waardering van veel fondsen van de winststroom is een punt van zorg. Als beleggers die naar waardering kijken weer de overhand krijgen en/of de koopwoede voorbij is dan kunnen de overtrokken waarderingen snel verdwijnen en dat zou stevige koerscorrecties voor die fondsen betekenen. Een dergelijke beweging biedt perspectieven voor de aandelen die nu ondergewaardeerd zijn. Overigens zou een positief neveneffect van een langer dan verwachte lockdown kunnen zijn dat de besparingen van huishoudens verder oplopen en er meer nieuw geld naar de beurs gaat.

Obligaties zijn met rendementen rond de nul op dit moment misschien wel de riskantste beleggingsklasse en ook dat maakt aandelen aantrekkelijk. Overheden en centrale banken zullen doorgaan met het ondersteunen van de economie. In 2021 zal ook het tijdelijke en door de EU met leningen gefinancierde Next Generation EU fonds van uiteindelijk €750 miljard van start gaan. In de VS zal de nieuwe president Joe Biden ook proberen grote additionele uitgaven door het parlement goedgekeurd te krijgen. Kortom zowel het aanbod als de vraag naar staatobligaties zullen ook in 2021 gigantisch zijn. Wat dat betekent voor het niveau van de rente is een open vraag, maar een verdere daling lijkt zeer onwaarschijnlijk.

Dirk de Jong

