

Wealtheon Investment Outlook

Kwartaalbericht tweede kwartaal 2020

Risico's en kansen

2020 zal de geschiedenis ingaan als het jaar van het Coronavirus. Overheden en bedrijven nemen steeds verdergaande maatregelen om verdere spreiding van het virus in te dammen. Voorzichtigheid wordt aangeraden, angst niet. Een effect op de economische groei lijkt zeker waardoor er weer over een mogelijke recessie gesproken wordt. Voor beleggers is 2020 al een bijzonder jaar geworden: namelijk van grote volatiliteit.

Het Covid-19 virus beheerst de krantenkoppen. De onzekerheid omtrent het economische effect dat alle door overheden en bedrijven genomen maatregelen op de economie zullen hebben, leidde tot beursdagen met uitslagen van meer dan 15%.

Wij weten dat er in het verleden vele epidemieën zijn geweest, waarvan sommigen op grote schaal slachtoffers hebben gemaakt. De meest opvallende waren de uitbraken van de Spaanse griep na de Eerste Wereldoorlog (1918), de Aziatische griep (1956) en de Hong Kong griep (1968), met miljoenen – de Spaanse met tientallen miljoenen – dodelijke slachtoffers tot gevolg.

Op het moment van schrijven heeft het Coronavirus ruim 1.019.000 mensen besmet wat tot meer dan 53.300 dodelijke slachtoffers heeft geleid (bron: Worldometer). Het virus kent een hoge besmettelijkheid, een relatief laag percentage van ernstig zieken bij bepaalde kwetsbare groepen (een hoge leeftijd, een verzwakt immuunstelsel) en een gemiddeld lage sterfte vergeleken met de Spaanse griep, SARS en MERS. Vanuit humanitair opzicht blijft ieder slachtoffer er uiteraard één te veel. Het is positief dat er ruim 213.600 als genezen werden verklaard en het dagelijkse leven hebben hervat.

De maatregelen die overheden en bedrijven nemen, zullen ertoe leiden dat bepaalde segmenten van een economie tijdelijk niet of minder functioneren. In China, Hong Kong en Singapore heeft de overheid stevig ingegrepen door bijvoorbeeld een reisverbod in te stellen. Ook Europa heeft dit voorbeeld gevolgd met het consigné voor het hele land thuis te blijven. Bedrijven worden genoodzaakt de deuren tijdelijk te sluiten. De werkloosheid dreigt fors op te lopen en financieel kwetsbare bedrijven zullen zonder speciale steun hun operaties in gevaar zien gebracht, omdat zij niet aan het nodige krediet kunnen komen. Zowel consumptie als investeringen zullen worden getroffen.

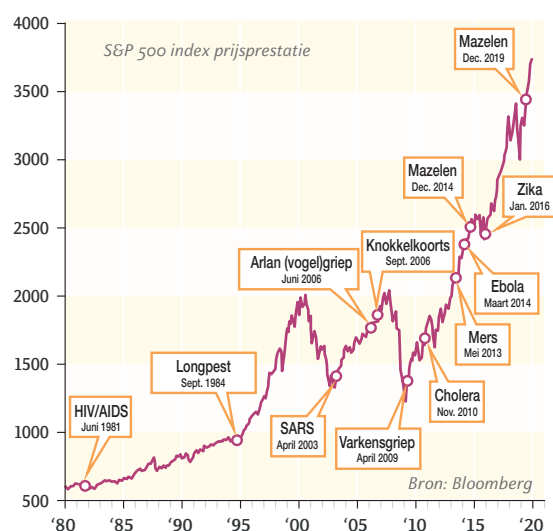
Veel bedrijven zijn afhankelijk van hun toeleveranciers. Niet zelden bevinden deze zich in landen die geraakt zijn door het Coronavirus.

Tweede kwartaal in het kort:

- Het jaar van het Coronavirus
- Wereldeconomie in onzekerheid en kwetsbaarder
- Centrale banken schieten de economie te hulp
- Grotere cashpositie in de portefeuilles

Wanneer de toeleveringsketen niet functioneert, kan het eindproduct (o.a. auto's, mobiele telefoons, televisies, laptops) alleen worden vervaardigd zolang de voorraad strekt of nieuwe leveranciers kunnen worden gevonden. Met moderne voorraadbeheersingstechnieken plegen voorraden klein te zijn en zijn alternatieven niet snel voorhanden. Bedrijven die werken met een 'just-in-time'-voorraadbewaking blijken nu extra kwetsbaar te zijn. Hoe langer de crisis duurt, hoe heftiger de aanbodsschok zal zijn en hoe groter het gevaar van een weerbarstige recessie. Een complicatie met aparte schokeffecten is dat tussen Saoedi-Arabië en Rusland een conflict wordt uitgevochten over de te voeren prijsstrategie voor de oliemarkt. Daardoor is de olieprijs zeer sterk gezakt. Goed voor de consument maar zeer slecht voor de energiesector.

Tot slot is de Amerikaanse 10-jaarsrente voor het eerst onder het niveau van 1% gezakt, als gevolg van grote vraag van beleggers naar Amerikaans schuld papier. Hoewel Europese beleggers dit fenomeen al lang niet meer bijzonder vinden, is men er in de Verenigde Staten behoorlijk van onder de indruk. Het heeft ertoe geleid dat de U.S. dollar ten opzichte van de euro in waarde is gedaald.



The Value of Wealthon

Independent research

Inleiding vervolg

Zolang het Coronavirus zich blijft verspreiden, zal de weerslag op de economie c.q. bedrijfsresultaten toenemen. Angst is geen goede raadgever, maar voorzichtigheid is dat momenteel wel. Wij hebben daarom enkele stappen genomen om de risico's in de portefeuilles te mitigeren. Hierover meer in dit kwartaalbericht.

Beleggen doe je met een lange termijn focus. Je koopt aandelen omdat je gelooft in de kwaliteit van de onderneming, het management en het product. Je gaat niet beleggen als je morgen je geld weer nodig hebt.

De getoonde grafiek op pagina 1 laat zien dat er na iedere epidemie weer een herstel plaatsvond. Dat zal nu niet anders zijn.

2020 belooft een uitdagend jaar te worden. Wij blijven zoals altijd alert op de risico's en de kansen die er altijd weer zullen komen!

Met vriendelijke groet,
Victor Zwart
Bestuurder

Wereldeconomie: in onzekerheid en kwetsbaarder



Volgens de Wereldgezondheidsorganisatie (WHO) is er sprake van een pandemie. Hierdoor heerst er grote onzekerheid over hoe hard het Coronavirus de wereld-economie zal treffen.

De centrale banken in China, Australië en de Verenigde Staten namen ondersteunende maatregelen die door de markt met gemengde gevoelens werden ontvangen. Positief dat er opgetreden wordt, of zijn de economische vooruitzichten nog slechter dan gedacht?

De huidige situatie is anders dan 17 jaar geleden, toen het SARS-virus de kop op stak. Toen raakten veel minder mensen besmet en stierven minder dan 1000 personen. In die tijd bedroeg de Chinese economie 4-5% van de wereldeconomie. Vandaag heeft China de tweede economie (20%) ter wereld. Bovendien zijn economieën nu veel nauwer met elkaar verweven.

In het eerste kwartaal zal China zeker met lagere economische groeicijfers komen. Wij schatten deze op ca. 3,5% (jaar tot jaar), tegen 6,0% in het vierde kwartaal 2019. De Chinese regering is er alles aan gelegen om de groei in stand te houden. Zij zal trachten om in de komende kwartalen een 'inhaalslag' te maken via liquiditeitssteun door de Centrale Bank, fiscale stimulering en de opdracht aan bedrijven te heropenen. Hoe dit uitwerkt, zal de tijd leren.

Het virus komt op een slecht moment. De wereldwijde economische groei is al enige tijd aan het afzakken. Er is weliswaar nog groei, maar deze ligt gemiddeld aanmerkelijk lager dan voor de crisis in 2008. Centrale banken hebben sinds de crisis er alles aan gedaan

om het tij te keren. De ECB heeft bijvoorbeeld de rente keer op keer verlaagd en voor ruim 2600 miljard aan obligaties gekocht. Mede als gevolg van deze kwantitatieve verruiming is de huidige lange rente voor eersteklas overheidspapier zelfs negatief. Ondanks het feit dat de rente vanaf 2008 daalde van 4,6% naar 0,5% negatief, is de economische groei alleen maar afgezwakt.

Desondanks geven spaarders niet meer uit. Je zou zeggen dat spaarders minder gaan sparen bij een negatieve of nul rente. Het levert immers niets op. Het tegendeel is waar. In een aantal landen (o.a. Nederland) stijgt de spaarquote zelfs omdat spaarders meer opzietten om hun doel voor later te bereiken. Ook investeringen blijven tegenvallen, ondanks de hoge spaarquota en lage rente.

Hiernaast investeren bedrijven en overheden niet voldoende om een extra impuls aan de economie te geven, terwijl landen waar- onder Duitsland en Nederland begrotingsoverschotten en grote betalingsbalansoverschotten hebben.

Aandelenbeurzen bleven lange tijd gestaag oplopen, mede gesteund doordat bedrijven op grote schaal eigen aandelen inkopen. Vaak kwamen deze inkopen in plaats van te investeren tegen een onzekere achtergrond. Zo kochten Amerikaanse bedrijven in 2018 voor USD 736 miljard en in 2019 voor USD 866 miljard aan eigen aandelen in (bron: Financial Times). Wellicht goed voor aandeelhouders, maar niet voor de economie.

Kortom: door deze bewuste beleidskeuze is de wereldeconomie nu kwetsbaarder.

Obligaties: centrale banken schieten de economie te hulp



De impact van het Coronavirus op de mondiale economie zal groter zijn dan beleggers aanvankelijk aannamen. Naar onze mening zal de economische groei vooral in de eerste twee kwartalen van dit jaar negatief beïnvloed worden.

Een recessie in de Eurozone is niet uitgesloten.

Centrale banken hebben hun monetair beleid snel versoepeld. De FED heeft begin maart de rente verlaagd met 50 basispunten en volgde op 15 maart met een verlaging van de rente met nog eens 100 basispunten. Daarnaast maakte ze bekend weer te starten met het opkopen van obligaties. In onze optiek is deze beslissing vergelijkbaar met eerder ingrijpen ten tijde van de Russische crisis (oktober '98), de tech bubble (maart '01), 9/11 (september '01), de subprime crisis (augustus '07) en de financiële crisis (oktober '08). Ook andere centrale banken volgden de aanpak van de FED.

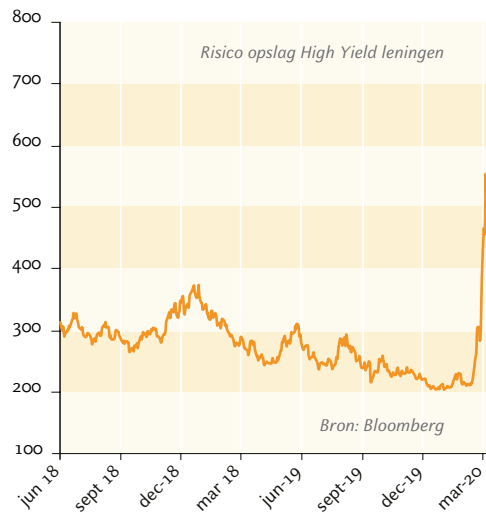
Zo ook de Europese Centrale bank. Op 12 maart kondigde de ECB een groot pakket noodmaatregelen aan. Zo wordt onder andere het obligatie-opkoopprogramma tot het einde van het jaar uitgebreid met € 120 miljard. De acties zijn vooral gericht op het voorzien van voldoende liquiditeit (meer goedkope leningen) voor banken en bedrijven die het nodig hebben. De depositorente van -0,50% werd niet verder verlaagd. Daar bovenop kwam dat het commentaar van de president van de ECB Lagarde zeer negatief werd ontvangen.

Het gevolg was dat de obligatiemarkten onder druk kwamen. Obligaties van zwakke landen het meest. Ook de risicovolle obligaties daalden scherp. Uiteindelijk heeft de ECB in de nacht van 18 maart ingegrepen door het aankondigen van noodmaatregelen ter waarde van € 750 miljard. En Lagarde heeft laten weten dat de ECB alles binnen haar bereik zal doen om de euro te ondersteunen.

Lange rente gedaald – ramingen verlaagd

De lange rente is stevig gedaald. In de VS tijdelijk zelfs naar het laagste punt ooit. Zo lang de zorgen over het virus aanhouden, zal de lange rente onder druk blijven. Ook de Europese lange rente zoekt nieuwe dieptepunten op. Pas als het virus op de terugweg is, gaat de rente weer omhoog.

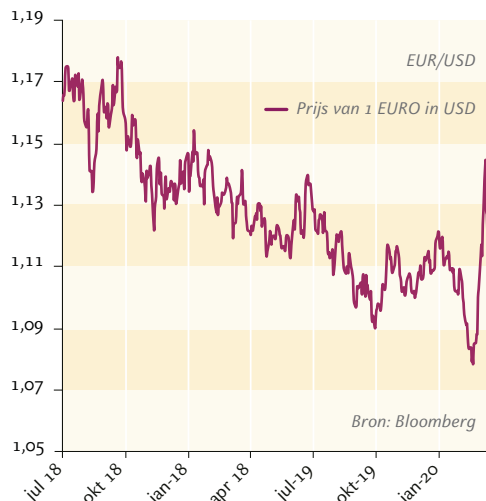
Ondanks de extreem lage rendementen blijven overheidsobligaties van de hoogste kwaliteit in trek. Beleggers vluchten naar veilige havens. Tegelijkertijd zien we de risico-opslagen bij bedrijfsobligaties oplopen. Beleggers zijn bang dat de



economische malaise die volgt op de uitbraak van het Coronavirus ervoor zal zorgen dat bedrijven met hoge schulden het moeilijker gaan krijgen.

Dollar tijdelijk wat sterker door het coronavirus

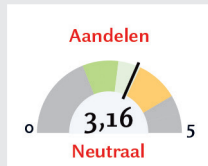
De dollar is in trek als 'veilige haven'. Dit ondanks een sterke afname van het renteverval tussen de VS en de Eurozone. De aankondiging van het noodpakket door de ECB gaf de dollar nog een extra zet in de rug. Zodra de coronacrisis over zijn hoogtepunt heen is zal de euro waarschijnlijk weer in waarde kunnen stijgen ten opzichte van de dollar.



Wealtheon Asset Management

Preserving and Adding Value

Aandelen - Regio's - Sectoren



Beleggen is gebaseerd op verwachtingen omtrent zaken als vertrouwen, bestedingen, investeringen, het monetaire en fiscale

beleid. Elementen die de economische groei op korte of langere termijn beïnvloeden.

Voor ons blijft het belangrijk te beleggen in bedrijven die een gezonde cashflow hebben, niet te zwaar met vreemd geld gefinancierd zijn en in geval van tijdelijke vraaguitval bij de consument, toch stabiel door deze periode van zwakte heen kunnen komen.

Begin februari hebben wij de blootstelling aan 'Corona'-gevoelige aandelen afgebouwd door Royal Caribbean Cruises en de iShares MSCI Far East indextracker te verkopen. De vrijkomende middelen werden gealloceerd in onder andere Industria de Disenso Textil Sa (Inditex), Intuitive Surgical inc. en de Ashtead Group Plc.

■ Industria de Disenso Textil Sa

Inditex is Europa's grootste kledingretailer, met acht winkelformules: Zara, Pull and Bear, Massimo Dutti, Oysho, Zara Home, Bershka en

Stradivarius. Een nieuw gelanceerde formule, Uterqüe, biedt accessoires en een geselecteerd assortiment textiel en lederen kleding. Zara is de vlaggenschipketen, goed voor 65% van de totale omzet. Het bedrijf heeft nu meer dan 7.000 winkels in 88 landen. West-Europa genereert 60% van de omzet, Amerika 15% en Azië 25%.

■ Intuitive Surgical inc.

Medisch technologiebedrijf Intuitive Surgical is wereldleider in robot ondersteunde chirurgie. Intuitive heeft een hoge omzetgroei en robuuste winstmarges gerealiseerd, ook nu de uitbreiding verschuift naar andere regio's en proceduretypen. Het bedrijf verkoopt robots aan ziekenhuizen in de VS en een groeiend aantal internationale markten, waaronder verschillende Europese markten, Japan en China. De da Vinci Xi is de vierde generatie en duurste chirurgische robot van het bedrijf. Onze verwachting is dat het bedrijf zijn robuuste dubbelcijferige omzetgroei de komende jaren zal voortzetten. De winstgevendheid zal o.i. stand kunnen houden, zelfs als de bedrijfskosten stijgen.

■ Ashtead Group Plc.

Ashtead verhuurt een breed scala van bouw-

en industriële apparatuur zoals hoogwerkers, vorkheftrucks, grondverzet- en pomp-apparatuur. Het bedrijf is actief in de VS, het Verenigd Koninkrijk en Canada. Een reeks overnames hielp het bedrijf om marktleider te worden in het VK en de op een na grootste speler op de Amerikaanse markt voor apparatuurverhuur. De Ashtead groep heeft ongeveer 17.800 werknemers, 1040 winkels en een divers klantenbestand van ruim 700.000 klanten. Voor het fiscale jaar 2020 verwacht het management een omzetgroei van ongeveer 13% (voornamelijk dankzij autonome groei) waartegen de markt met slechts 5% groeit.

Sectoren met blootstelling aan de segmenten grondstoffen, auto-industrie, transport, luxe-goederen, textiel, evenementen en vakanties (luchtvaart & cruises) kunnen negatieve gevolgen voor hun cijfers verwachten. Net als in de Eurozone zal ook de Amerikaanse financiële sector te lijden hebben onder extreem lage rentetarieven. We houden hier rekening mee door de blootstelling te beperken.

Conclusie

Het Coronavirus zal te zijner tijd uitdoven en economieën zullen vervolgens redelijk snel kunnen herstellen. Immers, als het normale leven hervat, zal de economie weer groeien. Belangrijk is dat de consument vertrouwen in de toekomst houdt (dus blijft besteden) en overheden zo snel mogelijk stimulerend optreden. Hoe langer het virus aanhoudt, hoe groter de weerslag op de economieën zal zijn. Met het oog op de komende rapportageperiode in april, zowel op

economisch als bedrijfsniveau, en de verwachte tegenvallende cijfers, stellen wij ons op het moment van schrijven vooralsnog behoudend op. De portefeuilles hebben inmiddels een grotere cashpositie, die een bepaalde mate aan bescherming biedt tegen een mogelijke verdere koersdaling. Maar deze cash is ook essentieel om te kunnen profiteren van de koopkansen die zich na een correctie altijd voordoen.

Bedrijfsinformatie: www.wealtheon.eu