

## Vooruitzichten en korte terugblik

### Samenvatting

De financiële markten hebben een sterk jaar achter de rug, vooral dankzij een draai in het beleid van centrale banken aan het begin van 2019 en het wegebben van een aantal risico's. De lange termijn vooruitzichten voor aandelen blijven goed, maar het risico op een correctie is groot. Door de sterk gestegen koersen zijn aandelen gevoelig voor (financiële) tegenvallers. Daarom hebben obligaties nog steeds een belangrijke functie in een gemengde beleggingsportefeuille, ondanks de lage rendementsverwachtingen. Klimaat en duurzaamheid in brede zin krijgen meer aandacht in de (risico) analyse van ondernemingen en financiële markten. Naast klimaat hebben sociale onrusten het afgelopen jaar de aandacht opgeëist. Dit en het beleid van centrale banken worden naar onze mening belangrijke thema's op de financiële markten. Om de voordelen van globalisering niet teniet te doen is het cruciaal om te komen tot een betere welvaartverdeling.

### 2019 kende een moeizame aanloop

Na een lastig beleggingsjaar 2018 trakteerden de financiële markten ons dit jaar op buitengewone rendementen. Ook de beleggingsfondsen van DoubleDividend hebben volop geprofiteerd van de sterke markten in 2019. Zowel aandelen, obligaties als vastgoedaandelen hebben het afgelopen jaar bovengemiddeld gerendeerd. Dit terwijl velen aan het begin van het jaar nog met knikkende knieën vooruitkeken. De afzwakkende economische groei in combinatie met een stijgende rente, een escalerende handelsoorlog en de onzekerheden rondom de Brexit zorgden voor een gevaarlijke cocktail van risico's. In het laatste kwartaal van 2018 stonden aandelen dan ook fors onder druk en 2019 werd met angst tegemoet getreden. Veel beleggers hebben het hele jaar gewacht op de dip die maar niet kwam. De (aandelen)markten gingen gedurende het jaar over een breed front in vrijwel een rechte lijn omhoog. Ook wij zijn dit jaar meer dan goed doorgekomen door onze fundamentele benadering en onze focus op de lange termijn. Ons aandelen-, obligatie- en vastgoedfonds staan dit jaar op het moment van schrijven (27 december) op een rendement van respectievelijk 33%, 16% en 17%\*. Het jaar 2019 was een wijze les in nederigheid voor de handelaren onder ons; het timen van de markt bleek wederom onbegonnen werk. Voor ons ligt de focus daarom op de lange termijn.

De aanloop naar het jaar 2019 was dus moeizaam maar met de draai in het beleid van de centrale banken kwam de ommekeer in het sentiment. Wereldwijd zijn centrale banken geswitcht van een (geplande) monetaire verkrapping naar monetaire verruiming. De Amerikaanse FED heeft de rente in 2019 drie keer verlaagd, terwijl de ECB (Europese Centrale Bank) het beleid verruimde door het opkoopprogramma van obligaties weer op te starten. Vooral in de eerste helft van het jaar is dit de allesbepalende factor geweest voor de hoge rendementen van aandelen, obligaties en vastgoed op de financiële markten. Echter na de zomer zijn ook een aantal andere risico's minder omvangrijk geworden. De belangrijkste daarvan zijn de economische cyclus en de handelsspanningen tussen (met name) de Verenigde Staten (VS) en China. Voor wat betreft de conjunctuur is inmiddels duidelijk dat de groei weliswaar afzwakt, maar zich stabiliseert op een redelijk niveau. Een diepe wereldwijde recessie is op korte termijn dan ook niet waarschijnlijk. Ook voor wat betreft de handelsrelatie tussen de VS en China lijkt het dieptepunt voorbij. Na een lange aanloop hebben de VS en China belangrijke vooruitgang geboekt in het oplossen van hun handelsconflict. De Brexit lijkt weliswaar een kwestie van tijd, maar manifesteert zich niet in het meest donkere scenario. Kortom, de hoge rendementen van afgelopen jaar hebben een overduidelijk fundament.

## Waar staan we nu?

De financieel economische vooruitzichten zijn zeker niet slecht. De economische groei lijkt zich te stabiliseren op een wat lager, maar acceptabel, niveau. Daarnaast kunnen de financiële markten naar verwachting voorlopig nog wel even blijven profiteren van de lage renteniveaus. Er is zicht op een oplossing voor de handelsspanningen tussen China en de VS en de Brexit is weer vooral een Brits probleem. Ook bevindt de winstgevendheid van bedrijven zich nog steeds op een hoog niveau. Aandelen zijn na de recente prijsstijgingen zeker niet goedkoop, maar onder de huidige omstandigheden (stabiele groei, lage rente), ook niet extreem duur. Vanuit financieel economisch perspectief zijn de lange termijn rendementsvooruitzichten voor aandelen dan ook nog steeds prima. Door technologische ontwikkelingen en de *disruptie* als gevolg daarvan zijn vooruitzichten per sector sterk verschillend, maar dat past prima bij onze beleggingsstrategie. Omdat we geen gebruik maken van een benchmark kunnen we investeren in de sectoren waar kansen liggen, terwijl we de sectoren waar de vooruitzichten slecht zijn of de risico's te groot zijn links kunnen laten liggen. We zien vooral goede kansen voor de lange termijn in de sectoren technologie, gezondheidszorg, fintech en consumentengoederen. Ook zijn we de afgelopen tijd meer in opkomende landen gaan beleggen waaronder China en India. Wat ons betreft zijn de lange termijn vooruitzichten voor aandelen dus nog steeds goed, maar wat aandelen het komende jaar gaan doen valt moeilijk te voorspellen. Gezien de immer aanwezige onzekerheden en de recente prestaties van aandelen blijft de kans op een (forse) correctie aanzienlijk.

## Obligaties duur, maar belangrijk voor risicoprofiel

Voor obligaties is de situatie iets anders. Het grote verschil tussen aandelen en obligaties is dat bij aandelen het rendement (en risico) vrijwel oneindig groot kan zijn omdat de prijs van een aandeel, uiteindelijk, afhankelijk is van de winstgroei. Bij obligaties daarentegen wordt het rendement voor een lange termijn belegger min of meer beperkt door de hoogte van de rente, en die is laag. We hebben nu een periode achter de rug van bovengemiddelde rendementen op obligaties in combinatie met een lage rente. Dit betekent dat de koersen van obligaties een (fors) voorschat hebben genomen op toekomstige rendementen en dat de rendementsverwachtingen dus lager zijn. Een risicovrij rendement op obligaties bestaat al enige tijd niet meer voor de Europese belegger. Hoogwaardige obligaties, genoteerd in euro's met een acceptabele looptijd kennen namelijk een negatieve rente. Je betaalt om geld uit te lenen, de wereld op zijn kop. Wil een belegger een positief rendement behalen met obligaties dan moeten er risico's worden genomen (terwijl de functie van obligaties in een beleggingsportefeuille veelal is om risico's te reduceren). Dit kan door het nemen van looptijdrisico (duration), kredietrisico en/of valutarisico. Uiteraard is het van groot belang een goede balans te houden tussen de mix van deze risico's en de afweging te maken of de som van risico's wel opweegt tegen het rendement. Bij obligaties is deze afweging niet gemakkelijk. Toch hebben obligaties een belangrijke functie in een gemengde beleggingsportefeuille, vooral vanwege de lagere volatiliteit (beweeglijkheid) ten opzichte van aandelen. Over het algemeen geldt, hoe langer de beleggingshorizon hoe minder geneigd we zijn in obligaties te beleggen.

## Vooruitzichten vastgoed aantrekkelijk

De vooruitzichten voor vastgoed zijn relatief goed. Vastgoed profiteert van de lage rente in combinatie met redelijke economische vooruitzichten. Vastgoedaandelen zijn daarnaast aantrekkelijk gewaardeerd. De meeste beursgenoteerde vastgoedbedrijven staan op een (flinke) korting ten opzichte van de intrinsieke waarde. Vooral beleggers in winkelcentra en enkele woningspelers zijn goedkoop. De reden van deze onderwaardering is echter niet zonder reden. Beleggers zijn bang dat

door online verkopen uiteindelijk ook de omzet van winkeliers in de beste winkelcentra onder druk komt waardoor huren en waardes zullen dalen. Vooralsnog is de impact van online op dominante winkelcentra beperkt, maar vastgoedeigenaren worden wel gedwongen om de huurdersmix continue aan te passen en te blijven investeren om de winkelcentra aantrekkelijk te houden. Alleen spelers met een portefeuille van dominante winkelcentra (of binnenstedelijke winkels van hoge kwaliteit) en een sterke balans zullen volgens ons overleven. Enkele woningspelers zijn goedkoop als gevolg van (mogelijk) politiek ingrijpen. Zo heeft de lokale Berlijnse overheid onlangs besloten om de huren in de hoofdstad voor vijf jaar te bevriezen en in sommige gevallen zelfs te verlagen. Ook in Ierland willen sommige politici de huurgroei aan banden leggen. Het is lang niet zeker dat deze maatregelen stand houden, maar het laat zien dat de betaalbaarheid van woningen hoog op de politieke agenda staat.

Vanaf januari 2020 hebben we de mogelijkheid om via het DD Property Fund ook in infrastructuur te beleggen. Investeren in bijvoorbeeld wind- en zonneparken zijn niet alleen interessant vanwege de stabiele lange termijn rendementen maar dragen ook bij het duurzaamheidsprofiel van de portefeuille.

### **Belangrijkste risico's & maatschappelijke uitdagingen**

Bij de analyse van beleggingsrisico's wordt naast de financieel economische aspecten ook andere aspecten meegenomen. De financiële risico's zijn grotendeels bekend: de economische cyclus, de waardering van aandelen, obligaties en vastgoed, handelsspanningen, etc. Naast politiek en regelgeving maakt ook het klimaat in toenemende mate onderdeel uit van de niet financiële risicoanalyse. Dat is een goede zaak, want pas als de risico's worden onderkend komen er ook oplossingen. Er leeft steeds meer een gevoel van urgentie, want er valt veel te verliezen. We zijn er nog lang niet, maar het klimaat staat op de agenda, de knop is om! Sinds de start van DoubleDividend proberen we hier een bijdrage aan te leveren middels ons beleggingsbeleid. We hebben daarbij gekozen voor een positieve benadering. We sluiten niet uit, maar investeren vooral in oplossingen. Bij aandelen met name in technologische oplossingen zoals chips die apparaten zuiniger maken, sensoren die gebouwen efficiënter verlichten of goederenvervoer over het spoor. Bij obligaties en vastgoed investeren we meer direct in de energietransitie zoals windparken op zee en het verduurzamen van gebouwen.

Duurzaamheid is echter veel meer dan het klimaat. En ook deze bredere benadering zit vanaf de start verankerd in ons beleggingsbeleid. In lijn met de duurzame ontwikkelingsdoelstellingen (de Sustainable Development Goals, oftewel de SDGs) van de Verenigde Naties streven we naar een bredere duurzaamheidsagenda waarin naast het klimaat ook ecosystemen en welzijn centraal staan. Het afgelopen jaar heeft laten zien dat vooral welzijn meer aandacht verdient. 2019 werd gekenmerkt door een groot aantal sociale onrusten in onder andere Frankrijk, Chili en Hongkong. Elk protest had zijn eigen oorzaak maar de grote gemene deler is toch de ongelijkheid. Door de ontwikkeling van landen als China en India is op wereldschaal de ongelijkheid weliswaar fors afgenomen, maar binnen landen veelal toegenomen. Dit geldt voor westerse landen, maar ook voor opkomende landen.

Dit is niet alleen iets voor de politiek, maar heeft ook belangrijke consequenties voor het bedrijfsleven. Het afgelopen jaar hebben de sociale onrusten hun weg gevonden naar de financiële markten, zowel aandelen als (staats)obligaties zijn geraakt. Het gebrek aan welvaartsgroei bij de middenklasse staat inmiddels op de politieke agenda. Een goed voorbeeld daarvan is de wetgeving die in verschillende landen in de maak is om de huurgroei van woningen te beperken. In algemene

zin betekent de groeiende aandacht voor ongelijkheid dat de marges van bedrijven niet steeds maar kunnen blijven groeien. De winstgevendheid van bedrijven is immers wel fors gegroeid, soms ten koste van lonen, het klimaat of het ecosysteem. Aan die tijd lijkt nu echt een einde te komen. De voordelen van globalisering moeten beter worden verdeeld en de negatieve aspecten voor de welvaarts-groei moeten worden meegenomen. Anders gaan de voordelen teniet. Het antwoord voor brede welvaarts-groei ligt naar onze mening in ieder geval niet in protectionisme waar nu steeds vaker voor gekozen wordt. Trump heeft laten zien hoe dat gaat, de Brexit ook. We denken dat als gevolg hiervan de *supply chain* van bedrijven de komende jaren anders gaat worden ingericht. Bedrijven zullen de negatieve aspecten van de globalisering meer moeten gaan meenemen in hun besluitvorming.

Ook het beleid van centrale banken kan hier niet los van worden gezien. We hebben al vaker onze zorgen geuit over het monetaire beleid van de centrale banken in het algemeen en de ECB in het bijzonder. Een eeuwig lage rente is niet houdbaar. Het langdurig en omvangrijk opkopen van obligaties door een centrale bank heeft niks meer te maken met crisismanagement en is zorgwekkend. Het beleid van de centrale banken zorgt voor asset bubbels en instabiliteit, holt pensioen- en spaartegoeden uit en draagt daarmee bij aan de toenemende ongelijkheid. Inmiddels is een voorzichtige kentering in het beleid zichtbaar. Door interne en externe kritiek zijn zowel de ECB als de FED bezig met een strategische beleidsrevisie. Een mogelijke aanpassing van de doelstellingen en het beleid van centrale banken zou wel eens één van de grootste thema's op de financiële markten kunnen worden op de middellange termijn.

27 december 2019

\*Disclaimer

DoubleDividend Management B.V. heeft een AFM-vergunning en staat onder toezicht van de AFM en DNB. Beleggen gaat gepaard met risico's, waaronder marktfluctuaties, verandering van wetgeving, tegenpartijrisico, mogelijke vertraging in terugbetaling en verlies van inkomen en inleg. De waarde van beleggingen kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. Ook kan de waarde van beleggingen tussentijds fluctueren en afhankelijk van de soort belegging kan het vermogen hierdoor geheel of gedeeltelijk verloren gaan. Prognoses zijn gebaseerd op aannames, schattingen, meningen en hypothetische modellen of analyses die niet correct kunnen blijken. Er wordt geen garantie gegeven dat voorspellingen of doelstellingen worden gehaald. Er kunnen geen rechten worden ontleend aan dit document; DoubleDividend Management B.V., december 2019.