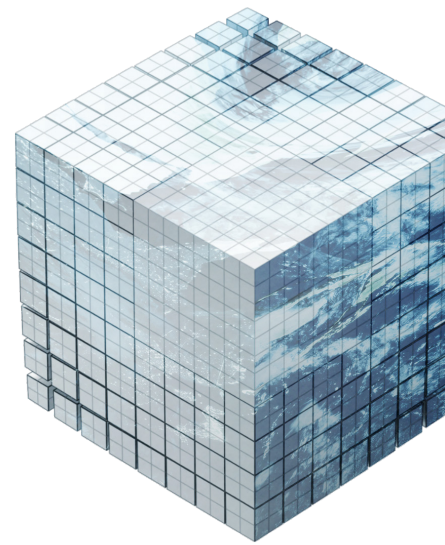


Janus Henderson
—KNOWLEDGE. SHARED—



MARKT GPS
AANDELEN
PROGNOSES 2020





KUNNEN AANDELEN DE ZORGEN VAN 2020 AAN?



Aandelenkoersen bereikten in 2019 recordhoogten, zelfs toen de geopolitiek voor veel volatiliteit zorgde. Mochten de schommelingen in 2020 aanhouden (en wij denken dat dit kan gebeuren) dan zijn Co-Heads of Equities Alex Crooke en George Maris van mening dat een focus op fundamentals nog belangrijker wordt voor aandelenbeleggers.

De escalerende zorgen over handelsconflicten en de vertragende economische groei zorgden ervoor dat aandelenbeleggers wereldwijd in een achtbaan terechtkwamen. Maar zelfs toen bleven aandelen ruime winsten opleveren. Eind oktober bereikte de S&P 500®-index nieuwe hoogtepunten en veel benchmarks van grote fondsen - in zowel ontwikkelde als opkomende markten - zaten in 2019 in positief gebied.¹

Het is echter de vraag of aandelen in 2020 nog hoger kunnen klimmen. Geopolitiek zou een bovenmatige invloed op dat antwoord kunnen hebben, vooral met de Amerikaanse presidentsverkiezingen, de onopgeloste brexit en voortdurende handelsbesprekingen in het vooruitzicht. Maar we zien ook positieve ontwikkelingen: de versoepeling van het monetaire beleid door de grote centrale banken, mogelijke fiscale stimuleringsmaatregelen en een sterke arbeidsmarkt in de Verenigde Staten. In het laatste deel van de bedrijfscyclus zitten waarderingen voor veel aandelenindexen nu boven het langetermijngemiddelde. Aandelen lijken aantrekkelijk ten opzichte van andere beleggingscategorieën, waaronder obligaties, waarvoor de staatsschuld van ruwweg 13 biljoen Amerikaanse dollar nu negatieve rendementen oplevert. Kortom, aandelen kunnen in 2020 opnieuw te maken krijgen met flinke zorgen, maar we verwachten niet dat ze ontspreken. In plaats daarvan zou de aanhoudende volatiliteit kansen kunnen creëren voor beleggers die voor veiligheid kiezen en zich blijven focussen op fundamentals.

Gemengde signalen zorgen voor een onzekere prognose

Nu de industriële activiteit wereldwijd vertraagt, nemen de zorgen over een mogelijke recessie in 2020 toe. Hoewel groei in de laatste fases van een bedrijfscyclus meestal matigt, denken we dat de politieke gebeurtenissen die vertraging versterken. Kijk maar naar de VS: ondanks solide consumentenbestedingen en een werkloosheid die tot 3,5% daalde (het laagste punt in 50 jaar), verkrapte het Amerikaanse bedrijfssentiment in de tweede helft van 2019 sterk toen de export als gevolg van het handelsconflict inzakte en bedrijven afzagen van kapitaaluitgaven (capex).

We kunnen het verloop en de uitkomst van de handelsoorlog of andere

politieke gebeurtenissen (zoals de Amerikaanse presidentsverkiezingen) niet voorspellen. Maar zolang het overheidsbeleid steeds onvoorspelbare wordt - met uiteenlopende kortetermijneffecten voor sectoren - vinden wij diversificatie van groot belang voor aandelenbeleggers.

Daarnaast zijn van mening dat het vermogen van een managementteam om op deze gebeurtenissen in te spelen van cruciaal belang is. Sommige bedrijven vertrouwen niet alleen op de economie voor groei. In plaats daarvan innoveren zij producten, en zoeken ze naar synergie in fusies en overnames of het ontwikkelen van defensieve netwerken. Bedrijven die deze mogelijkheden hebben, zijn ongeacht de politieke of economische situatie mogelijk succesvoller. Ook spelen steeds meer

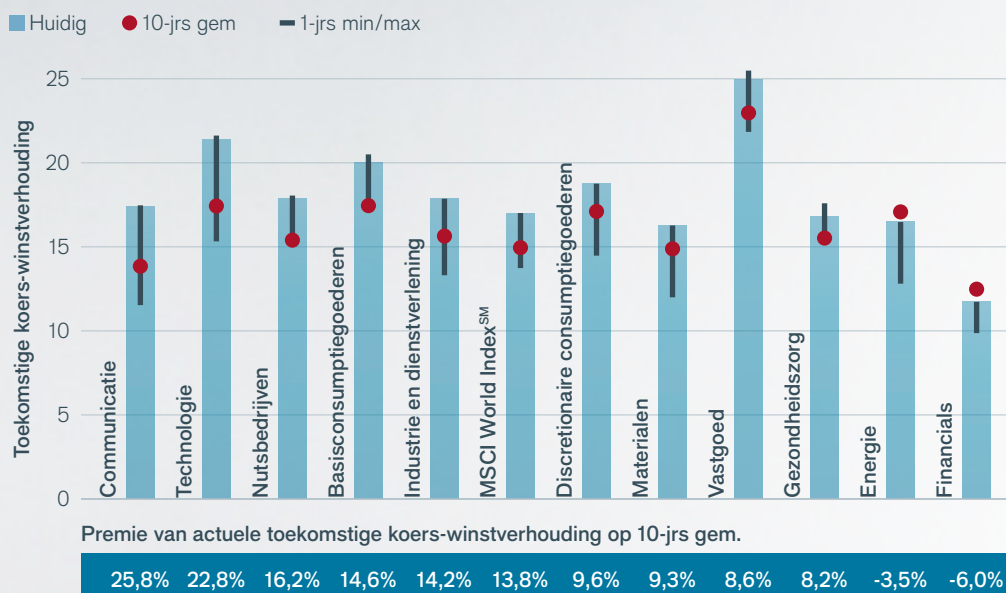
bedrijven in op milieu-, maatschappelijke en governance (ESG)-factoren, zeker nu fiscale, milieu-, en privacyvoorschriften tot verandering dwingen. Bedrijven die deze kwesties goed doordacht aanpakken, kunnen op lange termijn waarde creëren voor aandeelhouders.

Groei kan een overheidsreactie uitlokken

Op de korte termijn blijft de wereldhandel een belangrijk onderwerp. Een doorbraak in de Amerikaans-Chinese handelsonderhandelingen zou een groot deel van de dreiging voor de winstverwachtingen in 2020 kunnen wegnemen en de aandelenkoersen helpen stijgen. Als de handelsbesprekingen daarentegen echter stokken, zou dat bedrijven ertoe kunnen aanzetten minder kapitaalinvesteringen te

FIGUUR 1:
KOERS-WINSTVERHOUDINGEN
(K/W'S) WERELDWIJDE
AANDELEN

Over het algemeen worden veel aandelen met een premie op hun langetermijngemiddelde verhandeld. Maar sommige premies zijn hoger dan andere, ook voor aandelen uit sectoren met lage groei.



Bron: Bloomberg. Data zijn wekelijks vanaf 25 oktober 2019. Sectoren zijn voor de MSCI World IndexSM. K/W's zijn gebaseerd op komende geschatte 12-maandswinsten.

doen en minder personeel in dienst te nemen. Omdat centrale banken zich bewust zijn van deze laatste mogelijkheid, zijn ze van beleidsverkrapping overgestapt op verlaging van de rentes en het opnieuw inkopen van obligaties. Hiermee willen ze de economie stimuleren. Daarnaast pakken deze maatregelen vaak gunstig uit voor aandelen.

Maar nu de rentes een historisch laag niveau bereiken, kan de effectiviteit van het monetair beleid wel eens af gaan nemen. De vertrekkende president van de Europese centrale Bank (ECB), Mario Draghi, wees hier min of meer op toen hij zei dat de eurozone gecoördineerde fiscale stimuleringsmaatregelen nodig heeft om investeringen te laten toenemen.

Tot nu toe verlaagde de Federal Reserve (Fed) de rente in 2019 drie keer. In oktober kondigde de Fed aan om afhankelijk van de werkgelegenheid en inflatie mogelijke verdere renteverlagingen te overwegen. Wij verwachten echter dat de Fed het niet zover zal laten komen als de omstandigheden verslechteren. Ook elders nemen overheden al stappen voor fiscale stimuleringsmaatregelen. De Britse minister van Financiën Sajid Javid verhoogde de geplande overheidsuitgaven voor fiscaal jaar 2020-2021 met het grootste bedrag in 15 jaar. Ondertussen heeft Japan reserves aangelegd voor gerichte belastingvoordelen, winkelvouchers en openbare werken. Daarnaast zegt het land dat meer fiscale stimuleringsmaatregelen te kunnen nemen als een wereldwijde neergang de economie van het land bedreigt.

Als deze inspanningen effect sorteren, kunnen cyclische bedrijven die afhankelijk zijn van het bruto binnenlands product (bbp) daarvan profiteren. In het verleden presteerden deze aandelen, vooruitlopend

FIGUUR 2: RELATIEVE WAARDERING VAN OBLIGATIES/AANDELEN



Bron: Bloomberg; data zijn wekelijks van 2 februari 2001 tot 25 oktober 2019 en weerspiegelen de Bloomberg Barclays Global Treasury Index yield to worst en MSCI World IndexSM rendement. Yield to worst (YTW) is het laagste rendement dat een belegger kan verwachten als hij belegt in een opvraagbare obligatie.

op overheidsmaatregelen, vaak beter in de laatste fases van de bedrijvencyclus. Daarnaast worden een aantal van deze sectoren nu tegen korting ten opzichte van de brede markt of hun langetermijngemiddelden verhandeld. Dit biedt ruimte voor een mogelijke stijging. Wij denken dat deze niet-cyclische thema's, zoals technologische disruptie, de opkomst van de middenklasse in opkomende markten en innovatie in de gezondheidszorg, aandelen die zich aan de juiste kant van deze langetermijntrends bevinden, blijven ondersteunen. Maar een herstel van cyclische factoren zou de recente outperformance van aandelen breder kunnen trekken.

Anti-momentum handel

En verbreding van de prestaties van aandelen is naar onze mening positief.

In een groot deel van 2019 beloonden beleggers traditioneel defensieve aandelen. De koersen werden flink overboden zelfs als de groei van vrije cashflow minimaal was. Maar in september begon men massaal over te stappen van defensieve fondsen naar genegeerde cyclische aandelen. Volgens ons duidt deze anti-momentumhandel op een belangrijke sentimentswijziging: beleggers zijn niet langer bereid elke prijs voor "veiligheid" te betalen. Dezelfde trend zagen we bij bedrijven die voor het eerst de beurs opgingen, waarbij een aantal unieke rijzende sterren (particuliere startups met een waarde van US\$ 1 miljard of meer) in 2019 hun beursgang annuleerden nadat de markt steeds onwilliger bleek om voor groei zonder winst te betalen.

Aandelen-multiples begrijpen

De verwachte K/W-verhoudingen van sommige aandelensectoren bevinden zich ver boven hun tienjaarsgemiddelde, ondanks de zwakke groei in de afgelopen vijf jaar. Hieronder vallen traditioneel defensieve sectoren zoals basisconsumptiegoederen, waarvoor beleggers tot voor kort nog bereid waren aanzienlijk te betalen voor veiligheid. Daarentegen lieten sommige sectoren met lagere K/W's of lagere premies over dezelfde periode aantrekkelijkere groei cijfers zien. Technologie wordt ondertussen tegen een premie verhandeld, maar daar is misschien een goede reden voor: de sector genereerde de hoogste operationele-winstgroei.

OPERATIONELE- WINSTGROEI OVER DE AFGELOPEN 5 JAAR

-0.1% ▶ BASIS-
CONSUMENTENGOEDEREN

3.4% ▶ DUURZAME
CONSUMENTENGOEDEREN

4.4% ▶ FINANCIËLE
INSTELLINGEN

8.0% ▶ MATERIALEN

11.3% ▶ TECHNOLOGIE

Bron: Bloomberg. Data op basis van sectoren uit de MSCI World Index vanaf 31 december 2013 tot 31 december 2018.

Wij vinden dat dit van gezonde scepsis getuigt. Hoewel aandelen meer risico met zich meebrengen dan staatsobligaties uit de ontwikkelde wereld, lijken aandelen relatief aantrekkelijk nu de MSCI All Country World IndexSM een rendement van 5,4% biedt. Dat is meer dan drie keer de betaling op 10-jaars Amerikaans schatkistpapier en ligt ver boven negatieve opbrengst van de Duitse 10-jaars bund.

Nu er in de wereldeconomie volop sprake is van technologische disruptie en politieke onzekerheid, is het voor ons van essentieel belang bedrijven te vinden waarvan de waarderingen worden geschaagd door gezonde managementteams, solide merken en een bewezen talent om marktaandeel te verwerven en/of vrije cashflows te vergroten. Sommige aandelen kunnen te maken krijgen met lage multiples doordat zij de rol van tussenpersoon in hun sector verliezen, terwijl hogere multiples het marktleiderschap van een bedrijf en snel groeipotentieel kunnen weerspiegelen. Dergelijke nuances maken vaak een groot verschil voor de langetermijnrendementen van een beleggingsportefeuille maar kunnen tijdens periodes van verhoogde volatiliteit over het hoofd worden gezien.

Kansen vinden op wereldschaal

Wij zijn daarnaast van mening dat beleggers geografisch moeten diversifiëren. Amerikaanse aandelen voerden de wereldwijde aandelen in 2019 aan, deels gesteund door innovatie en de relatieve gezondheid van de Amerikaanse economie. In 2020 denken we dat dit leiderschap zich kan uitbreiden naar regio's waar waarderingen relatief aantrekkelijk lijken en opwaarts potentieel bestaat.

In Europa was het sentiment bijzonder negatief als gevolg van brexit en de klap die de handelsoorlog toebracht aan de productiesector en export, die aanzienlijk bijdragen aan het bbp van de eurozone. Maar sommige prognoses wijzen op een ommekeer in de industriële productie in 2020, vooral als de handelsbesprekingen voortgang boeken. Daarnaast hervatte de ECB in november haar inkoopprogramma van obligaties. Deze liquiditeit zou de economie moeten steunen en zorgen voor stabiele effectenkoersen. Dit zou het beleggerssentiment voor Europa kunnen verbeteren.

Tegelijkertijd zorgt de handelsoorlog ervoor dat goederen- en investeringsstromen een nieuwe koers gaan volgen, waarvan sommige regio's profiteren. Volgens een rapport van de Aziatische ontwikkelingsbank stegen China's greenfieldinvesteringen in de rest van ontwikkelend Azië met bijna 200%.² Maar in de eerste zes maanden van 2019 importeerden de Verenigde Staten 12% minder vanuit China dan het jaar ervoor. Daar stond tegenover dat de Amerikaanse importen vanuit Vietnam met 33% stegen, vanuit Taipei met 20% en vanuit Bangladesh met 13%.

Een dergelijke groei moet samen worden afgewogen met de risico's die inherent zijn aan investeringen in bepaalde ontwikkelende economieën. Staatsbedrijven kunnen hier gedwongen worden voor de overheid te werken en de belangen van aandeelhouders met een minderheidsbelang krijgen niet altijd prioriteit. Naar onze mening is dat nog een reden om in de huidige markt gedisciplineerd te blijven beleggen en voor het komende jaar gefocust te blijven op fundamentals.

LEES MEER

DE SERIE MARKT GPS: BELEGGINGSVOORUITZICHTEN BEVAT ARTIKELEN VAN DE MANAGERS VAN ONZE AANDELEN-, OBLIGATIE-, EN ALTERNATIEVE BELEGGINGEN-TEAMS, NAAST EEN SAMENVATTING.

Bekijk de volledige Markt GPS: Beleggingsvooruitzichten 2020 op [JanusHenderson.com](https://www.janus-henderson.com)

Bij Janus Henderson bespreken en bediscussiëren onze beleggingsteams hun visie regelmatig. Het staat ze echter vrij hun eigen mening te vormen over de kansen en risico's op de markt. Het commentaar van individuele portefeuillebeheerders dat u in het deel Inzichten op de website van Janus Henderson vindt, maakt deel uit van onze *Knowledge. Shared.* aanpak.



¹ Alle gegevens zijn van Bloomberg en per 31 oktober 2019, tenzij anders vermeld.

² Greenfield-investering zijn projecten waarbij investeerders in hele nieuwe vestigingen in het buitenland investeren of de activiteiten in buitenlandse gebieden uitbreiden.

De beschreven meningen zijn die van het moment van publicatie. Ze zijn alleen bedoeld ter informatie en mogen niet worden gebruikt of opgevat als beleggings-, juridisch of fiscaal advies of als een aanbod of verzoek om een effect te verkopen of te kopen, of als een aanbeveling om een effect te kopen, te verkopen of aan te houden of om een beleggingsstrategie of marktsector te volgen. Niets in dit materiaal geldt als een directe of indirecte verlening van beleggingsbeheerdiensten die specifiek zijn gericht op de wensen van klanten. Mening en voorbeelden zijn bedoeld ter illustratie van algemene thema's, zijn geen indicatie van handelsintenties, en zijn altijd onderhevig aan wijziging door veranderingen op de markt of van economische omstandigheden. Het materiaal is niet bedoeld om te aan te geven of impliceren dat de genoemde voorbeelden op dit moment zijn opgenomen in een portefeuille of dat ooit zijn geweest. Prognoses vormen geen garantie voor toekomstige resultaten. We garanderen niet dat de informatie volledig of tijdig is, en bieden geen garantie voor het resultaat op basis van het gebruik hiervan. Janus Henderson Investors heeft voldoende vertrouwen in de juistheid en volledigheid van alle openbaar beschikbare informatie voor het opstellen van dit document. Prestaties uit het verleden vormen geen garantie voor toekomstige resultaten. Beleggen brengt risico's met zich mee zoals het verlies van het hoofdkapitaal of waardeschommelingen.

Niet alle producten of diensten zijn beschikbaar in alle jurisdicties. De distributie van dit materiaal of van de informatie daarin kan worden beperkt door wetgeving en mag niet worden gebruikt in jurisdicties of onder omstandigheden waarin het gebruik illegaal is. De inhoud van dit materiaal is niet goedgekeurd door een toezichthouder. Janus Henderson is niet verantwoordelijk voor een eventuele onrechtmatige, volledige of gedeeltelijke, distributie van dit materiaal aan derde partijen of voor informatie die op basis van dit materiaal werd samengesteld.

Dit materiaal mag, geheel of gedeeltelijk in welke vorm dan ook, niet worden gereproduceerd en er mag niet naar worden verwezen in andere publicaties zonder uitdrukkelijke schriftelijke toestemming. Wij behouden ons het recht voor telefoongesprekken op te nemen voor onze wederzijdse bescherming, om onze klantenservice te verbeteren en voor regelgevingsdoeleinden voor registratie.

Uitgegeven in Europa door Janus Henderson Investors. Janus Henderson Investors is de naam waaronder beleggingsproducten en -diensten worden geleverd door Janus Capital International Limited (reg. nr. 3594615), Henderson Global Investors Limited (reg. nr. 906355), Henderson Investment Funds Limited (reg. nr. 2678531), AlphaGen Capital Limited (reg. nr. 962757), Henderson Equity Partners Limited (reg. nr. 2606646), (allen geregistreerd in Engeland en Wales te 201 Bishopsgate, Londen EC2M 3AE en gereguleerd door de Financial Conduct Authority) en Henderson Management S.A. (reg. nr. B22848 te 2 Rue de Bitbourg, L-1273, Luxemburg en gereguleerd door de Commission de Surveillance du Secteur Financier). Adviesdiensten in de VS worden geleverd door beleggingsadviseurs die zijn geregistreerd bij de SEC en een dochteronderneming zijn van Janus Henderson Group plc. In **Canada** worden door Janus Capital Management LLC alleen in bepaalde jurisdicties producten en diensten aangeboden aan institutionele beleggers.

Uitgegeven in (a) **Singapore** door Henderson Global Investors (Singapore) Limited, toegestaan en gereguleerd door de Monetaire Autoriteit van Singapore. Janus Henderson Investors (Singapore) Limited Company registratienr. 199700782N,

uitsluitend voor gebruik door institutionele beleggers zoals gedefinieerd in Sectie 4A van de Securities and Futures Act, Singapore. Deze advertentie of publicatie werd niet gecontroleerd door de Monetaire Autoriteit van Singapore. (b) **Hong Kong** door Janus Henderson Investors Hong Kong Limited, toegestaan en gereguleerd door de Securities and Futures Commission, (c) **Taiwan** R.O.C door Janus Henderson Investors Taiwan Limited, toegestaan en gereguleerd door de Financial Supervisory Commission R.O.C. Onafhankelijk geëxploiteerd door Janus Henderson Investors Taiwan Limited. Suite 45 A-1, Taipei 101 Tower, No. 7, Sec. 5, Xin Yi Road, Taipei (110). Telefoon: (02) 8101-1001. Goedgekeurd SICE-vergunningsnummer 023, in 2018 afgegeven door de Financial Supervisory Commission, (d) **Zuid-Korea** door Janus Henderson Investors (Singapore) Limited. In Zuid-Korea wordt dit materiaal uitsluitend uitgegeven voor gebruik door de ontvanger die bij ontvangst van dit materiaal garandeert dat hij/zij een gekwalificeerde professionele belegger is, (e) **Japan** door Janus Henderson Investors (Japan) Limited, gereguleerd door de Financial Services Agency en geregistreerd als een firma in financiële instrumenten dat beleggingsbeheer en beleggingsadvies biedt en optreedt als agentschap en dat Type II zakelijke dienstverlening op het gebied van financiële instrumenten aanbiedt, (f) **Australië en Nieuw-Zeeland** door Janus Henderson Investors (Australië) Institutional Funds Management Limited (ABN 16 165 119 561, AFSL 444266) en (g) het **Midden-Oosten** door Janus Capital International Limited, gereguleerd door de Dubai Financial Services Authority als een vertegenwoordigend kantoor. In het Midden-Oosten worden geen transacties afgesloten en bij vragen kunt u zich wenden tot Janus Henderson.

Voor andere landen/regio's in APAC: Dit materiaal is uitsluitend bedoeld ter informatie en mag niet worden verspreid aan andere personen of opnieuw gedistribueerd worden. Dit materiaal is uitsluitend uitgegeven voor institutionele beleggers (of professionele/gekwalificeerde beleggers indien een dergelijke kwalificatie van toepassing is in lokale wetgeving).

Opmerking voor lezers in China (PRC), Afrika en Colombia: Janus Henderson is (a) niet vergunninghoudend, geautoriseerd of geregistreerd door de Chinese Commissie voor effectenregulering voor beleggingsbeheer of beleggingsadviesdiensten of anderszins goedgekeurd door Chinese toezichthouders voor het verlenen beleggingsbeheerdiensten of beleggingsadviesdiensten in de Volksrepubliek China (de "PRC") (hieronder vallen, voor dit doel, niet de speciale administratieve regio's Hongkong, Macau of Taiwan). Janus Henderson Investors doet geen uitspraken over en geeft geen garanties dat het in overeenstemming is, of ooit zal zijn, met Chinese wetgeving. Dit document en de informatie daarin zijn alleen beschikbaar voor doelgericht geselecteerde institutionele beleggers in de PRC, (b) mogen in Zuid-Afrika niet gebruikt worden voor marketingdoeleinden en (c) mogen niet gebruikt worden voor het op de markt brengen van diensten en/of producten in Colombia of aangeboden worden aan inwoners van Colombia tenzij deze promotie en marketing in overeenstemming zijn met de toepasselijke regels en wetgeving.

Uitsluitend voor gebruik door professionele en institutionele beleggers.

Dit materiaal mag niet worden gereproduceerd of gedistribueerd worden aan andere personen dan de ontvanger.

Buiten de VS: Uitsluitend bedoeld voor institutionele en professionele beleggers, gekwalificeerde distributeurs, zakelijke beleggers en zakelijke klanten, zoals gedefinieerd voor de van toepassing zijnde jurisdictie. **Niet voor openbare publicatie of distributie.**

Janus Henderson, Janus, Henderson, en Knowledge. Shared en Knowledge Labs zijn handelsmerken van Janus Henderson Group plc of een van diens dochterondernemingen. © Janus Henderson Group plc.