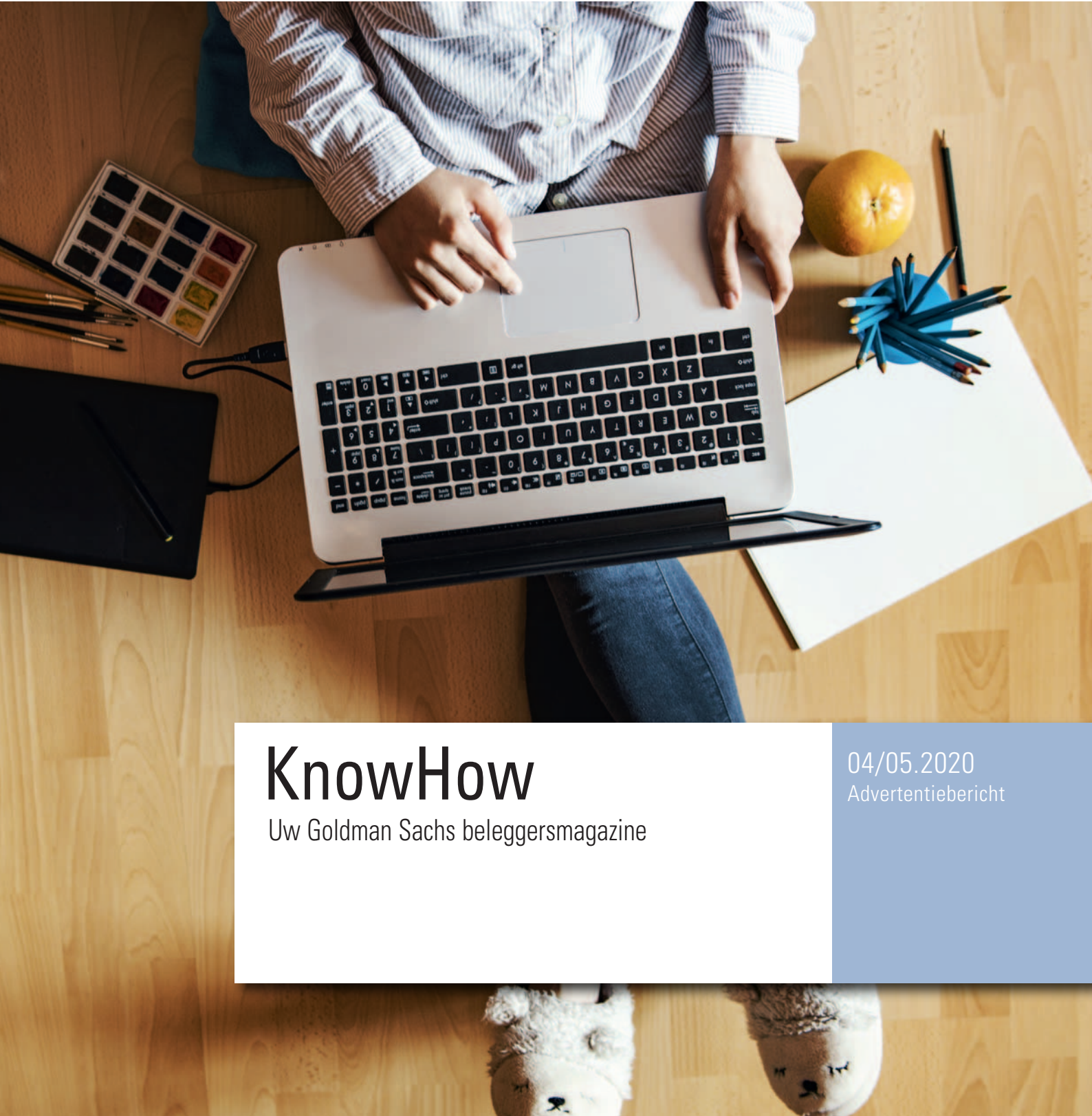


INTERVIEW Ashok Varadhan over de situatie op de financiële markten

MARKT De olieprijs staat onder druk, hoe gaat het nu verder?

HOOFDARTIKEL

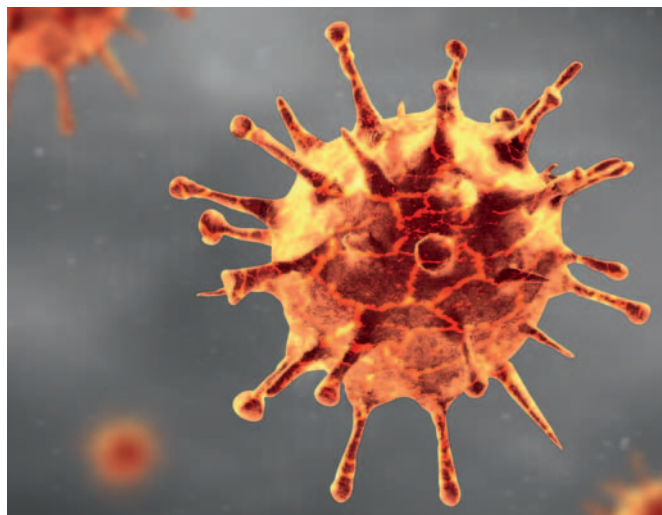
Coronapandemie: Samen tegen het virus



KnowHow

Uw Goldman Sachs beleggersmagazine

04/05.2020
Advertentiebericht



04 **INTERVIEW** Ashok Varadhan, Goldman Sachs

In het interview analyseert Ashok Varadhan de situatie op de financiële markten. “Wat deze keer totaal anders is, is de snelheid waarmee de pandemie uitbrak. Het werd meteen de focus van alle denken en economisch gedrag”, zegt de Global Co-Head van de Securities Division van Goldman Sachs.

09 **HOOFDARTIKEL** Coronapandemie: Samen tegen het virus

De coronapandemie vormt een grote uitdaging voor degenen die in de gezondheidssector werken. Ze wachten vol ongeduld op vaccins en medicijnen. Wat kan er worden verwacht van farmaceutische en biotechnologische bedrijven?

03 **EDITORIAL**

04 **INTERVIEW**

In gesprek:
Ashok Varadhan,
Goldman Sachs

09 **HOOFDARTIKEL**

Coronapandemie:
Samen tegen het virus

MARKT

12 **GRONDSTOFFEN**

De olieprijs onder druk –
hoe gaat het nu verder?

STRATEGIE

16 **BELEGGINGSPRODUCTEN**

Portfolio: Een inventarisatie door
Christian Müller-Glissmann

SERVICE

20 **DATA**

Economische kalender en bedrijfsnieuws
mei/juni 2020

22 **COLOFON, CONTACT**

N.B.

Alle gegevens in het Goldman Sachs KnowHow Magazine zijn uitsluitend bedoeld ter informatie van cliënten. Deze informatie kan een persoonlijk beleggingsadvies niet vervangen en vertegenwoordigt geen aanbieding voor de aankoop of verkoop van bepaalde financiële producten.

Merk op dat bij alle volgende grafieken rendementen uit het verleden geen betrouwbare indicator voor het toekomstige rendement zijn.



Bijzondere tijden

Ons dagelijks leven wordt momenteel gedomineerd door de coronapandemie. In veel landen konden mensen voor langere tijd hun huis of appartement niet verlaten. Op veel plaatsen is dit nog steeds het geval. En waar coronamaatregelen zijn versoepeld, gelden nog steeds contactbeperkingen. In Duitsland kunnen klanten alleen onder speciale voorwaarden in supermarkten en andere winkels terecht. Het aantal klanten is beperkt en mondkapjes zijn verplicht. Restaurants en vrijetijdsvoorzieningen zijn nog steeds gesloten. Vanaf 1 juni mogen de horeca en diverse vrijetijdsvoorzieningen, onder strikte voorwaarden, hun deuren weer openen.

Ons dagelijkse leven is naar de vier muren thuis verplaatst. Bezorgservice in plaats van uit eten, online games in plaats van het pretpark, Netflix in plaats van een bioscoop – en zo kunnen we nog even doorgaan. Het is duidelijk dat veel bedrijven onder deze situatie lijden. In de horeca- en vrijetijdsbranche is de omzet van een groot aantal bedrijven tot nul gedaald. Aan de andere kant zijn er ook bedrijven die minder last hebben van deze ontwikkelingen, of zelfs een stijgende omzet kunnen verwachten.

In meerdere artikelen in deze Knowhow komt de coronacrisis aan bod. In het interview op pagina 4 beschrijft Ashok Varadhan, Global Co-Head van Goldman Sachs's Securities Division, hoe hij de recente crash heeft ervaren. "Wat naar mijn mening deze keer totaal anders is, is de snelheid waarmee de pandemie uitbrak. Het werd meteen de focus van alle denken en economisch gedrag. Voeg daarbij de snelheid waarmee de beleggingskoersen daalden", legt de expert uit.

Portefeuillestrategie Christian Müller-Glissmann laat in het artikel vanaf pagina 16 zien wat in de toekomst spreekt voor evenwichtige portefeuilles van 60 procent Amerikaanse aandelen (S&P 500®) en 40 procent 10-jarige Amerikaanse obligaties. Dergelijke portefeuilles hebben in het eerste kwartaal van dit jaar hoge verliezen geleden en zijn eerder een goed alternatief gebleken in de opwaartse markt.

Last but not least, het thema van het coronaonderzoek. In de laboratoria van farmaceutische en biotechnologische bedrijven werken onderzoekers hard aan de ontwikkeling van geneesmiddelen ter bestrijding van het virus. Op pagina 9 nemen we een kijkje in de keuken bij onderzoekers die hiermee bezig zijn.

uw goldman sachs team

infomarkets@gs.com

Bronnen: Solactive, Unternehmensangaben, Goldman Sachs Global Markets, van 24 april 2020; "Exchanges at Goldman Sachs: How Markets Have Changed Forever", van 16 april 2020; "GOAL Post: Balanced Bear scare – trimming the tails when 60/40 fails", Christian Müller-Glissmann, CFA, Cecilia Mariotti, van 16 april 2020; "Americas Healthcare: Biotechnology – The COVID-19 toolkit: Navigating a once-in-a-century global pandemic", Salveen Richter, CFA, Terence Flynn, Ph.D., van 6 april 2020.

In het verleden behaalde resultaten zijn geen indicator voor toekomstige resultaten.

IN GESPREK: ASHOK VARADHAN, GOLDMAN SACHS

Handel tijdens de crisis

De coronacrisis heeft menig ding op zijn kop gezet in de wereld van het werk. Was de aanwezigheid voorheen gewenst of verplicht, nu helpen werkgevers hun medewerkers bij het invullen van de logistieke eisen bij home office. In het kader van de podcast-reeks op www.gs.com spreekt host Jake Siewert met Ashok Varadhan, Global Co-Head van de Securities Division, over wat de crisis betekent voor markten, de economie en klanten en welke vragen er rijzen met betrekking tot een terugkeer naar de normale gang van zaken.

Meneer Varadhan, u heeft al een behoorlijk aantal economische crises en inzinkingen op de financiële markten meegemaakt. Kunt u ons beschrijven hoe u de huidige crisis beleeft. Wat is relatief normaal en wat is ongewoon?

Ashok Varadhan Ik kan zeker zeggen dat het niet de eerste keer is dat we een dergelijke stijging van de volatiliteit meemaken. Telkens wanneer er sprake is van volatiliteit in de economische cyclus volgt er een overeenkomstige volatiliteit in de beleggingskoersen.

Wat naar mijn mening deze keer heel anders verliep, is de snelheid waarmee de pandemie is uitgebroken en hoe deze linea recta in het middelpunt van het collectieve denken en economische handelen stond. Dan is er nog de snelheid waarmee de beleggingskoersen zijn gedaald. Als je terugblijkt en het vergelijkt met de financiële crisis, bijvoorbeeld van eind 2007 tot het dieptepunt in maart 2009, zien we 14 tot 15 maanden waarin de markt van het

hoogste naar het laagste niveau is gedaald. In de huidige situatie is de markt gedaald van het hoogste naar het laagste niveau in 14 tot 15 handelsdagen.

Wat de snelheid en de omvang van de overheidsmaatregelen betreft duurde het in de financiële crisis een behoorlijke tijd tot de Amerikaanse Federal Reserve besloot de rente te verlagen en een reeks verschillende maatregelen te nemen om de kredietverlening te ondersteunen en de kredietverstrekking aan het bedrijfsleven te stimuleren.

Omdat ze nu het strategieconcept reeds hadden, ermee vertrouwd waren en er een zekere continuïteit was, kon de Federal Reserve zeer snel reageren. Om het meta-



ASHOK VARADHAN

Securities Division, New York

Ashok Varadhan is Global Co-Head van de Securities Division van Goldman Sachs. Hij is lid van het Management Committee en het integrale Risk Committee. Hij trad in 1998 in dienst bij Goldman Sachs in Swap Trading en nam zijn huidige rol op zich in 2014. Daarvoor bekleedde hij verschillende managementposities op het gebied van rente, valuta, opkomende markten en grondstoffen. Vanaf 2012 was hij Global Head of Macro Trading. In 2000 werd hij tot Managing Director benoemd en in 2002 tot Partner. Voordat hij bij Goldman Sachs kwam was hij hoofd van de afdeling Swaps Trading bij Merrill Lynch. Ashok Varadhan behoort tot de Raad van Bestuur van Duke University (Durham, North Carolina, VS), waar hij in 1993 een Bachelor of Arts in wiskunde en economie behaalde. Hij heeft doctorale studies in financiën afgerond aan de Stanford University. Bovendien is hij lid van de Raad van Bestuur van Harlem's Children's Zone.



forisch te zeggen: het uitbreken van de crisis, de daling van de beleggingskoersen en vervolgens de reactie op de crisis zijn nu een filmstrip van 30 seconden in plaats van een twee uur durende speelfilm. Dat is het echte verschil. Natuurlijk zijn er nog andere verschillen. Als iemand die getuige was van de aanslag van 11 september 2009, die mij professioneel, maar ook persoonlijk heeft getroffen, herinner ik mij de troost die men in die tijd uit het samenzijn kon putten, gewoon naar het kantoor gaan en met andere mensen werken. Naar het werk gaan en met anderen in een vergadering van een beursvloer samen te werken om tot de beste ideeën te komen, dat vrolijke je op.

Nu moet het op een andere manier. En dat is een beetje vreemd. In een tijd waarin je al deze gevoelens, de zorgen, de angst of de onzekerheid hebt, dit hele scala aan gevoelens – je moet er nu zelf mee omgaan. Dit is echt een volledig ongekend aspect, waar nauwelijks iets over geschreven wordt, omdat het niet noodzakelijkerwijs iets te maken heeft met de economie. Maar ik kan met zekerheid zeggen, dat dit een grote psychologische impact heeft op ons allemaal.

Maar er is de laatste maand een enorme verandering opgetreden, van een vrij dichtbevolkte beursvloer naar medewerkers die thuis het werk op hun computer voortzetten. Alles is gedigitaliseerd, men werkt echter op afstand van elkaar. Wat voor invloed heeft dit op uw vak, waarin u gewend was om dicht naast elkaar te staan en te zitten?

Ashok Varadhan Ik zou zeggen dat we veel leren en ervaring is de beste leraar. En ik denk dat een van de dingen die we leren is dat het veel beter verloopt dan ik zou hebben ingeschat wanneer u mij zes of zeven weken geleden gevraagd had of home office voor de verkoop en handel zo goed werkt als nu. Natuurlijk heeft het enkele logistieke uitdagingen met zich meegebracht.

Ik ben 25 jaar lang professioneel betrokken bij de verkoop en handel. Het gaat veel beter dan ik zou hebben voorspeld. Dit betekent dat mensen heel hard werken, ook al werken ze vanuit huis. Mijn ervaring is dat mensen lang beschikbaar zijn en duidelijk meer communiceren dan

voorheen. We zijn globaal met elkaar verbonden. Mensen proberen ervoor te zorgen dat ze wereldwijd met anderen in contact blijven.

Voorals het gaat om klanten zijn er veel zoom- en conference calls. Allemaal om ervoor te zorgen dat we in contact staan met de klanten en natuurlijk alles doen wat we kunnen om in contact te blijven met onze medewerkers. In zekere zin vinden we het op de beursvloer vanzelfsprekend dat je Peter, Jane, Bob en Billy kunt zien. Nu is dat niet meer vanzelfsprekend. Daarom neemt men vaker contact op. Het

“NA DE FINANCIËLE CRISIS HEEFT HET ENIGE TIJD GEDUURD VOORDAT DE AMERIKAANSE FEDERAL RESERVE DE RENTE VERLAAGDE EN EEN REEKS VAN MAATREGELEN NAM OM DE KREDIETVERLENING AAN BEDRIJVEN TE STIMULEREN. MAAR OMDAT ZE NU DIT STRATEGISCHE PLAN HADDEN, KON DE FED HEEL SNEL REAGEREN.”

effect ervan is dat men daadwerkelijk vaker contact heeft met anderen, wat een van de gevolgen van deze crisis is.

Uw vak is zeer modern en hightech, waarom denkt u dat er zoveel twijfels zijn of deze branche ook vanuit huis kan functioneren? Welke technologie heeft ertoe bijgedragen dat alles soepeler verloopt dan u had verwacht?

Ashok Varadhan Vooral de mogelijkheid om de koersen op elektronische wijze weer te kunnen geven en aan klanten door te kunnen sturen. De klanten kunnen dan vrij snel handelen op basis van deze koersen. Deze handelingen kunnen dan gesloten, geboekt worden en overgedragen aan onze boeken en aan die van de klanten waarmee we hebben gehandeld. Natuurlijk was dit in sommige delen van onze producten al zo. Buitenlandse valuta wordt meestal elektronisch verhandeld, aandelen worden voor 100 procent elektronisch verhandeld, net als bepaalde delen van de staatsobligatiemarkt. Dit zijn we blijven doen en het is niet verwonderlijk dat deze verticale processen in principe vrij vlot werken.

Het ziet er echter anders uit voor de andere verticals die van oudsher meer mondeling worden verhandeld, zoals bepaalde delen van de bedrijfsobligatiemarkt of de derivatenmarkt. We zijn in staat geweest om deze zaken mondeling te verhandelen en ze vervolgens onmiddellijk elektronisch

in de boeken te voeren en in overeenstemming te brengen aan beide zijden. Ik denk dat er veel lippendienst aan te pas komt als het gaat om de samenwerking op het gebied van front- en backoffice, of hoe je het ook wilt noemen. Frontoffice medewerkers werken nauw samen, maar het is de interactie met andere eenheden, die het implementeren, wat echt belangrijk is.

De uitstekende prestaties van de frontoffice medewerkers was goed te zien, met name hoe ze de uitdaging zijn aangegaan en de transacties gevolgd en uitgevoerd hebben. De verdere afwikkeling in de betreffende eenheden was ook uitstekend. Ze hebben ervoor gezorgd dat de transacties op de juiste wijze en in overeenkomst met alle voorschriften werden afgehandeld.

Een van de grootste uitdagingen was dat deze verandering zo plotseling kwam. Toegegeven, het is niet makkelijk om over goede uitkomsten te praten wanneer mensen ziek worden en sterven, maar is er iets goeds? Hoe ziet u dit vanuit uw perspectief in uw vak?

Ashok Varadhan Ik zou zeggen dat je alleen iets over je vak kan leren als het wordt blootgesteld aan een stresstest. De stress-test die ons vak heeft ervaren, zowel voor wat betreft de economische prestaties zoals die door onze klanten worden ervaren, als de logistieke vraagstukken die naar voren kwamen, denk ik dat we nogal verbaasd waren over de positieve kant. Over het feit dat al deze dingen zeer bevredigend bleken te zijn. Ook – en dit is niet alleen lippendienst – moet ik dank betuigen aan het Executive Office. Zij hebben onze gezondheid en veiligheid altijd op de eerste plaats gezet. Ieder gesprek met David Solomon, John Waldron, Stephen Scherr of mijn Co-Heads begon met de woorden: “Hoe voel je je? Ben je gezond, is je gezin gezond?” Dus begonnen we elk gesprek met aandacht voor elkaar voordat we de details gingen bespreken van de transactie waar we aan werkten. Elk gesprek begon op deze manier. Zelfs wanneer er andere dringende zaken te bespreken waren. En dat zegt veel.

U staat in nauw contact met uw klanten. Wat waren enkele van de grootste problemen die u bij uw klanten zag in de omgang met de volatiliteit?

Ashok Varadhan Een markt die binnen 14 dagen van een absoluut hoogterecord met 30 procent daalt zonder een massale verandering in het sentiment bestaat natuurlijk niet. Ik denk dat de heersende mening in februari en zelfs tegen het einde van februari was om te zeggen: “Kom op, het gaat om een griepje. Tijdens het griepseizoen is er altijd griep en je kunt het aantal sterfgevallen documenteren zonder dat de hele wereld moet worden stilgelegd. Dat gaat zeker voorbij.” Op de een of andere manier was er een hoge mate van overtuiging dat de ziekte in bedwang kon worden gehouden, en toen draaide het ineens helemaal om. Mensen moesten hun portefeuilles op orde krijgen en hun manier van denken over waar er nog waarde was goed aanpassen. Maar ook hoe ze zich in wezen wilden immuniseren tegen een wereld-economie die niet slechts een week of twee, maar voor een kwartaal of twee tot stilstand kon komen.

We hebben het hier letterlijk over een volledige, allesomvattende stillegging. Ik denk dat we onze klanten hebben geholpen om met deze heroriëntatie om te gaan en de implicaties ervan te begrijpen. Bij de grote meerderheid van gesprekken die ik met klanten voer, gaat het ook nu nog over het derde en vierde kwartaal en de vragen, wat is het nieuwe normaal, welke sectoren herstellen en hoe veranderen ze?

Zelfs nu proberen mensen drie tot zes maanden vooruit te denken in hun gedachtestroom. Ze zeggen dat er voor altijd iets is veranderd in termen van persoonlijke gezondheid en zo, en besmetting nu deel uitmaakt van de nieuwe cultuur waarin mensen weer aan het werk gaan. Iedereen probeert de implicaties van die heroriëntatie op de middellange en lange termijn te begrijpen. Ze willen onze mening over hoe we ons bedrijf gaan runnen, wat hen kan helpen bij het runnen van hun bedrijf. Maar ze willen ook weten welke activaklassen of bedrijven als winnaar of verliezer uit deze crisis zullen komen. Er is veel om over te discussiëren.

Wanneer u klanten helpt nadenken over de toekomst, welke vragen en adviezen geeft u en uw team aan deze klanten voor de komende zes, negen, twaalf maanden en jaren daarna?

Ashok Varadhan Nogmaals, dit is slechts een mening, die dus geen 100 procent zekerheid biedt, maar ik denk dat de kansen op dit moment op de kredietmarkten liggen, in het spectrum van hogere kwaliteit.

Want als ik naar de meningen van onze andere economen mag verwijzen, gaat het om een jaarlijkse daling in het tweede kwartaal die in het bereik van 25 procent kan liggen. Dat is een vrij scherpe daling van het BBP. In de VS kan het tot een tijdelijke werkloosheid van over de 20 procent komen, alhoewel we slechts zes

“WE MOETEN ERVOOR ZORGEN DAT ONZE KLANTEN ACTIEF KUNNEN WORDEN OP DE MARKTEN, WAAR ALS EERSTE HERSTEL MOGELIJK IS, EN HELPEN DEZE MARKTEN WEER LIQUIDER EN BETROUWBAARDER TE MAKEN, ZODAT BELEGERS DAAR MET OVERTUIGING AAN DE SLAG KUNNEN GAAN.”

weken geleden een vijftig jaar oud dieptepunt van drie en een half procent bereikten.

Als je dit doordenkt, dat wil zeggen de negatieve gevolgen of de slechte resultaten of hoe je het ook wil noemen, is het belangrijkste om ervoor te zorgen dat er geen kredietstops zijn. Er moet voor gezorgd worden dat mensen hun schulden kunnen betalen en als ze hun schulden niet kunnen betalen, ze uitgesteld kunnen worden. Dat is waarom ik denk, dat ik me zou richten op kwaliteitskrediet. Krediet moet, naar mijn mening, ondersteund worden, zodat er geen neerwaartse spiraal ontstaat. Op zeer korte termijn zou ik me daarop richten, want als er geen compensatie is, dan vind je die nergens. Het merendeel van de discussies met betrekking tot de korte termijn richt zich op dit thema.

Waarop richt u zich in het tweede kwartaal nog, naast de bedrijfsplanning en deze kwesties?

Ashok Varadhan Ik zou willen zeggen op een nauwe samenwerking met het Executive Office om naar kantoor terug te keren. Hoe gaat het eruit zien? Zullen mensen worden getest op antistoffen? Komt er een mondkapjesplicht? Gaan we de temperatuur opnemen van medewerkers wanneer ze op kantoor komen?

Op de beursvloer zaten we altijd behoorlijk dicht bij elkaar, mensen hadden mis-

schien ongeveer een meter ruimte. Moeten we er echt 1.50 meter van maken of moeten we nog meer afstand houden tot andere mensen? De hoogste prioriteit is dat we willen dat mensen weer aan het werk kunnen gaan en het gevoel hebben dat hun werkomgeving veilig is. Dat vinden wij heel belangrijk. Ik denk dat we ook moeten nadenken over welke markten zich het eerste herstellen en dat we onze klanten toegang moeten geven tot deze markten. Zij kunnen dan weer actief worden op deze markten en er zo toe bijdragen, dat deze markten weer liquider en betrouwbaarder worden, zodat beleggers met overtuiging deze markten kunnen betreden.

Nogmaals: de markten zijn zeker open, alle markten zijn open, maar ik denk dat net zoals de winkels weer opengaan, de markten ook weer verder open moeten gaan.

Ook al zijn de markten weer open en komen de mensen weer handel drijven, niet per se met wat ze moeten verhandelen, maar met waarmee ze willen handelen. Als het marginale handelsratio iets stijgt, dan zal het weer beter gaan en moeten we ervoor zorgen dat we in dat geval aan de kant van onze klanten staan.

Dit interview is een uittreksel van de podcast “Exchanges at Goldman Sachs: How Markets Have Changed Forever”, die op 16 april 2020 werd gepubliceerd op www.gs.com. De vragen werden gesteld door Jake Siewert, Global Head of Corporate Communications bij Goldman Sachs.



ADVANTAGE investor.

- ✓ Aantrekkelijke prijzen en spreads
- ✓ Grote keuze uit Turbo's en Traders
- ✓ Betrouwbare handel



© Goldman Sachs International, 2020. All rights reserved.

SECURITIES DIVISION
Securitised Products

Goldman
Sachs

CORONAPANDEMIE

Samen tegen het virus

Covid-19, de ziekte van het coronavirus, wordt veroorzaakt door het zeer besmettelijke virus SARS-CoV-2. De pandemie, die statistisch gezien slechts één keer per eeuw zou moeten uitbreken, verspreidt zich wereldwijd en heeft een enorme impact op de wereldeconomie en de moderne samenleving. De coronacrisis vormt een grote uitdaging voor degenen die in de gezondheidssector werken. Ze wachten vol ongeduld op vaccins en medicijnen. Wat kan er worden verwacht van farmaceutische en biotechnologische bedrijven?

Covid-19 heeft de vraag naar behandelingen, vaccinaties, diagnostiek en reagens verhoogd en biedt daardoor ook mogelijkheden voor bedrijven in de gezondheidszorg. Maar hoe ver zijn de bedrijven die onderzoek doen naar medicijnen om de ziekte te behandelen?

CORONAVIRUSSEN

Er zijn zeven stammen van het coronavirus waarmee de mens geïnfecteerd kan worden, waaronder vier stammen die de

mens besmetten als hij bijvoorbeeld verkouden is en drie stammen die van dieren afkomstig zijn en waarvan is aangetoond dat ze bij de mens een ziekte kunnen veroorzaken. Deze stammen omvatten MERS-CoV (zie ook kader), SARS-CoV en SARS-CoV-2 (het nieuwe coronavirus dat de ziekte Covid-19 veroorzaakt).

In vergelijking met de veroorzakers van eerdere epidemieën, is er een overeenkomst tussen de virussen SARS-CoV-2 en

SARS-CoV van ongeveer 80 procent en tussen SARS-CoV-2 en MERS-CoV een overeenkomst van naar schatting 33 procent. Daarnaast lijkt SARS-CoV-2 minder kwaadaardig te zijn dan SARS en MERS, maar wel besmettelijker.

Het virus SARS-CoV-2 bestaat uit een proteïnehuls, die positieve enkelvoudige strengen RNA heeft. Het virus dankt zijn naam aan de krans rond het buitenste oppervlak, wat iets weg heeft van een kroon.



Dit wordt het Spike-glycoproteïne (S-proteïne) genoemd, dat zich bindt aan menselijke cellen om toegang tot de cellen te krijgen en een immuunreactie bij mensen op gang brengt. Het Spike-proteïne is een potentieel veelbelovend doelwit voor vaccins en andere therapeutische middelen zoals antistoffen en diagnostica.

MOGELIJK WERKZAME STOFFEN EN MEDICAMENTEN IN ONTWIKKELING

De meest veelbelovende vaccins en behandelingen komen van Moderna en Johnson & Johnson, en eveneens van Gilead Sciences en Regeneron Pharmaceuticals. Met het oog op de toenemende pandemie zoeken onderzoekers ijverig naar behandelingen die zowel profylactisch als na de blootstelling gegeven kunnen worden. De behandelingen voor Covid-19 kunnen in twee groepen worden verdeeld: pijplijn medicijnen die zich in de onderzoeks- en testfase bevinden, en reeds goedgekeurde medicijnen, die effectief kunnen blijken bij de behandeling van Covid-19 en die daar ook gebruikt zouden kunnen worden.

Pijplijn therapieën omvatten vaccins, antistoffen en antivirale medicijnen, terwijl goedgekeurde therapieën geneesmiddelen omvatten die worden gebruikt om ontstekingen te behandelen zoals griep, malaria, pancreatitis en HIV.

De huidige koploper in de ontwikkeling van een vaccin is het biotechnologiebedrijf Moderna (MRNA) met hoofdkantoor in Massachusetts (VS). De veiligheidsgegevens van de 1e fase worden in het voorjaar verwacht. Zogenaamde immunogeniciteitsgegevens zouden dan tegen het begin van de zomer moeten volgen. In het vroege najaar kan het wellicht reeds bij bepaalde bevolkingsgroepen worden ingezet, bijvoorbeeld bij behandelende artsen. Aan de therapeutische kant worden Remdesivir van het Californische farmaceutische en biotechnologiebedrijf Gilead Sciences en de antistofcocktail van Regeneron Pharmaceuticals als zeer veelbelovend beschouwd. Remdesivir, een werkzame stof die nog niet is goedgekeurd als geneesmiddel, die bijvoorbeeld voor de behandeling van Ebola is ontwikkeld, bevindt zich momenteel in fase 2/3 van de tests.

Regeneron Pharmaceuticals ontwikkelt op dit moment een nieuw antistofcocktail die gericht is op de Covid-19 Spike-proteïne. Het bedrijf verwacht begin juni de kliniek

in te kunnen met als doel om tegen het einde van augustus met de productie te starten van honderdduizenden doses per maand op klinische schaal. In het kader van de symptoombestrijding zijn er meerdere veelbelovende middelen, zoals Actemra van het Zwitserse chemische bedrijf Roche (momenteel in fase 3, de studieresultaten worden in het tweede kwartaal van 2020 verwacht) en Kevzara van het in New York gevestigde biotechnologiebedrijf Regeneron Pharmaceuticals en het Franse farmaceutische bedrijf Sanofi (momenteel in fase 2/3 van de tests).

PLASMATHERAPIE VOOR HERSTEL EN DIAGNOSTISCHE TESTS

Vermeldenswaardig zijn ook het Spaanse chemische bedrijf Grifols, de Japanse farmaceutische onderneming Takeda en het Australische biofarmaceutische bedrijf CSL, die allemaal onafhankelijk van elkaar een nieuwe plasmatherapie voor herstel ontwikkelen tegen Covid-19. Voor deze therapieën wordt het geïnfecteerde plasma van genezen Covid-19-patiënten toegediend. De verwachting is dat de antistoffen van herstelde patiënten de productie van antistoffen bij de ontvanger in gang kan zetten. Een beperking van deze benadering is dat voor deze therapie donorplasma nodig is. Om aan de vraag te voldoen is uitbreiding op grote schaal nodig en dit zou een beperkende factor kunnen zijn.

De wereldwijde capaciteit voor diagnostische tests neemt toe door de inzet van Thermo Fisher Scientific (Massachusetts, VS), Abbott Laboratories (Chicago, VS) en Roche (Basel, Zwitserland). De capaciteit van diagnostische tests van het Covid-19 virus is nu meerdere miljoen tests per maand. Hoewel de huidige testcapaciteit niet toereikend is om te voldoen aan de totale op de bevolking gebaseerde vraag, werd in de VS recentelijk een verbetering van de testdekking zichtbaar: van 866 tests op 4 maart tot 1,76 miljoen tests op 5 april (volgens het Covid Tracking Project) – grotendeels dankzij de flexibiliteit van de FDA (U.S. Food and Drug Administration) ten aanzien van laboratoria en fabrikanten in deze crisistijd.



MEER OVER COVID-19

1. Wat is een coronavirus?

Coronavirussen zijn een brede familie van ziekteverwekkende virussen en bestaan uit verschillende subtypes die genetisch vergelijkbaar zijn, de zogenaamde stammen. Er zijn zeven stammen van coronavirussen die de mens kunnen infecteren, waaronder vier stammen die de mens infecteren als hij bijvoorbeeld verkouden is (229E, NL63, OC43, HKU1) en drie stammen die recentelijk bij dieren zijn ontstaan (de zogenaamde zoönotische oorsprong) en zich bij mensen tot ziekteverwekker hebben ontwikkeld:

- MERS-CoV: het coronavirus dat de acute luchtweginfectie “MERS” (Middle Eastern Respiratory Syndrome) veroorzaakt;
- SARS-CoV: het coronavirus dat het ernstige acute ademhalingsyndroom “SARS” (Severe Acute Respiratory Syndrome) veroorzaakt;
- SARS-CoV-2: het nieuwe coronavirus dat de coronavirusziekte 2019 (Covid-19, Coronavirus Disease 2019) veroorzaakt.

Het SARS-CoV-virus werd overgedragen van civetkatten op mensen, het MERS-CoV-virus van dromedarissen op mensen. Overdracht van dieren op mensen vindt plaats wanneer het virus het vermogen krijgt om mensen te besmetten, met een hoge waarschijnlijkheid dat het coronavirus zal circuleren in dieren die de mens nog niet hebben besmet. De SARS-CoV-2-stam is een nieuwe stam die in 2019 werd ontdekt en nog nooit eerder bij mensen was geïdentificeerd, hoewel de zoönotische oorsprong van het virus onbekend is, hebben coronavirussen hoge mutatiecijfers bij vleermuizen, knaagdieren, kamelen en katten.

2. Wat is de structuur van SARS-CoV-2?

Het SARS-CoV-2-virus bestaat uit een proteïnehuls dat een enkele positieve RNA-sequentie van 29.811 nucleotiden lang bevat, die samen een volledig virion vormen. Het virus wordt gekenmerkt door de aanwezigheid van kroonvormige spikes aan het buitenoppervlak van het virus. Dit wordt het Spike-glycoproteïne

(S-proteïne) genoemd, dat een veelbelovend doelwit kan zijn voor vaccins en andere therapieën zoals bijvoorbeeld antistoffen en diagnostica. Dit proteïne is verantwoordelijk voor de herkenning van gastheer celreceptoren en de versmelting met het celmembraan. Het wordt door TMPRSS2 (Transmembrane Protease Serine Subtype 2) in de S1- en S2-sub-eenheden gesplitst tijdens de infectie. S1 bevat het receptorbindingsdomein (RBD), waardoor coronavirussen zich rechtstreeks kunnen binden aan het peptidasedomein van ACE2 (angiotensine-converterend enzym 2), een eiwit dat zich in de longen, het mondslijmvlies, het hart, de nieren en de darm bevindt. S2 speelt waarschijnlijk een rol bij de membraanfusie. Met name recentelijk gepubliceerd onderzoek (David Wrapp et al., Science, 13 maart 2020) suggereert dat de binding van SARS-CoV-2-RBD aan ACE2 verschilt van de binding van SARS-CoV-RBD door een sequentievariatie die de associatie voor SARS-CoV-2 ongeveer 10 tot 20 keer dichterbij zou kunnen brengen.

De auteurs van deze studie suggereren dat de hoge affiniteit van het SARS-CoV-2-S-proteïne voor menselijk ACE2 zou kunnen bijdragen aan het gemak van de overdracht tussen mens op mens; er zijn echter verdere studies nodig om het mechanisme volledig te begrijpen. ACE2 bevindt zich in het onderste deel van het respiratoire epitheel en kan mogelijk de bij Covid-19 waargenomen pneumonieachtige symptomen veroorzaken in plaats van de bij griepatiënten waargenomen bovenste respiratoire symptomen. Dezelfde studie toont aan dat de SARS-CoV-2-S-proteïne een aminozuresequentie-identiteit van 98 procent met het S-proteïne uit de vleermuis heeft, wat wijst op een mogelijk biologische oorsprong van het virus. Aangezien er echter geen gedocumenteerde gevallen zijn van directe overdracht van de vleermuis naar de mens, was er waarschijnlijk een tussenliggend gastheer bij betrokken.

3. Waarin verschilt SARS-CoV-2 van eerdere coronavirussen zoals SARS/MERS? Welke biologische kenmerken dragen bij aan de pathogeniteit ervan?

De virussen SARS-CoV-2 en SARS-CoV worden geschat op ongeveer 80 procent vergelijkbaar. SARS-CoV-2 en MERS-CoV worden geschat op ongeveer 33 procent vergelijkbaar (conform het managementverslag van Moderna (MRNA)). Volgens invloedrijke opinieleiders (KOL) lijkt SARS-CoV-2 minder kwaadaardig dan SARS en MERS tot nu toe, maar is veel besmettelijker. Het aantal mensen dat getroffen werd door SARS en MERS kan onderschat zijn door het gebrek aan een screeningsprocedure op dat moment.

SARS-CoV-2 vertoont een uniek groeiprofiel wanneer het virus eenmaal de piek van belasting heeft bereikt (piektiter), vermoedelijk drie tot vijf dagen na het optreden van de symptomen. Daarna neemt de belasting van het virus af en vanaf circa dag acht kan het virus niet meer gecultiveerd worden (wat suggereert dat het niet meer actief is). Hoewel het virale RNA mogelijk nog maandenlang na de eerste verschijnselen van symptomen aantoonbaar is (zoals werd beschreven in een recentelijk verschenen artikel in de Lancet), merkten de bovengenoemde opinieleiders op dat dit niet zozeer toe te schrijven is aan een overdraagbaar levend virus, maar aan dat het immuunsysteem de RNA of de eiwitten vasthoudt voor verdere immunologische afweer.

Volgens deze opinieleiders is het zeer zorgwekkend dat de virusuitscheiding plaatsvindt vóór het begin van de symptomen (veroorzaakt door een immunologische reactie op het virus). Samen met het grote aantal geïnfecteerde mensen die mogelijk milde symptomen hebben of asymptomatisch zijn, is dit waarschijnlijk een belangrijke reden voor een versterkte overdracht, aangezien veel mensen zich er misschien niet bewust van zijn dat ze actieve vectoren zijn – wat bijdraagt aan de verspreiding van de pandemie, vergelijkbaar met de griepandemie van 1918 (H1N1-virus).

De in deze bijdrage weergegeven ideeën en afbeeldingen zijn afkomstig uit de publicatie “Americas Healthcare: Biotechnology – The COVID-19 toolkit: Navigating a once-in-a-century global pandemic”, Salveen Richter, CFA, Terence Flynn, Ph.D., gepubliceerd door Goldman Sachs Equity Research op 6 april 2020.



VRAAG EN AANBOD VAN RUWE OLIE

De olieprijs onder druk – hoe gaat het nu verder?

De crash op de oliemarkt te midden van de coronapandemie heeft de wereldeconomie vermoedelijk verder gedestabiliseerd. Zoals recentelijk het geval was in de jaren 2014 tot en met 2016, wordt er een significante accumulatie van voorraad waargenomen, die al heeft geleid tot turbulentie op de termijnmarkten met negatieve futures. Goldman Sachs Commodity Research legt uit hoe de olieprijsen zich verder zouden kunnen ontwikkelen.

Nadat het touwtrekken om de olieprijs tussen de OPEC en Rusland door een overeenkomst van OPEC-plus (inclusief Rusland) over leek te zijn, zijn het nu de overvloedige, groeiende voorraden die de vatprijs naar beneden duwen. Een snelle ommekeer van deze situatie is op dit moment niet te verwachten. Volgens de economen van Goldman Sachs heeft dit de vooruitzichten voor de olie- en gasmarkten volledig veranderd. De regels van de zogenaamde “New Oil Order” worden steeds meer van toepassing, waarbij goedkope producenten het aanbod uit hun capaciteitsreserves vergroten om producenten met hogere kosten te dwingen hun productie te verlagen.

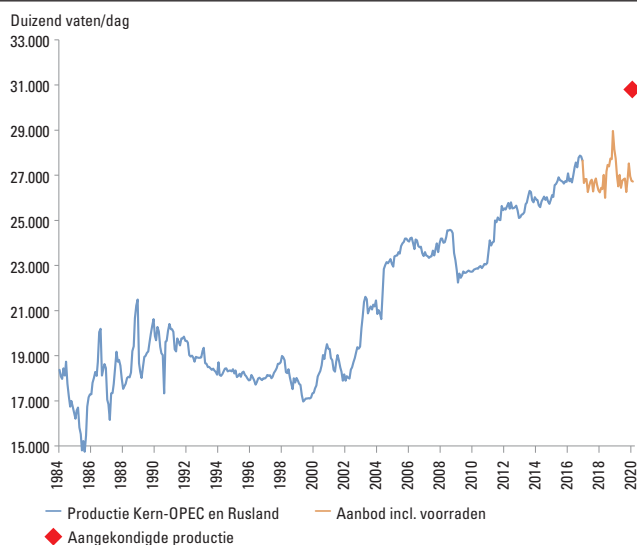
De prognose voor de oliemarkt is inderdaad slechter als in november 2014, de laatste keer dat een dergelijke prijzenoorlog plaatsvond. Dit komt omdat een daling van de vraag naar olie te verwachten is als gevolg van de coronacrisis. Dit komt overeen met een vraagschok zoals die zich bijvoorbeeld in het eerste kwartaal

van 2009 heeft voortgedaan tijdens een toename in de OPEC-productie.

SCHOK AAN DE VRAAGZIJDE DOET DE PRIJZEN DALEN

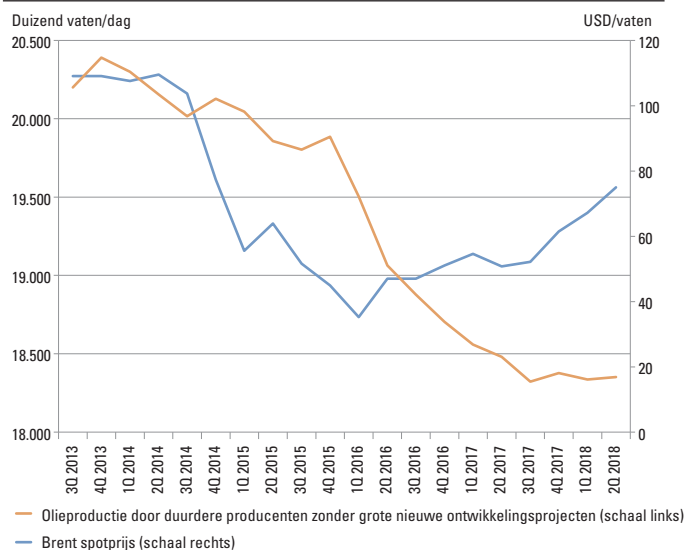
Op basis van deze vooruitzichten hebben grondstoffenexperts van Goldman Sachs hun prijsprognoses voor Brent ruwe aardolie voor het tweede kwartaal van 2020 verlaagd tot 20 USD per vat, een prijsniveau dat ongeveer overeenkomt met productie- en financieringskosten van ongeveer 20 USD per vat. Als de prijzen op dit niveau blijven, kunnen de producenten daardoor een operationeel stressniveau bereiken.

Gezien de groeiende kloof tussen de afnemende vraag en het groeiende aanbod, zal de olie-industrie zich waarschijnlijk op middellange termijn heroriënteren en dus consolideren aan de producentkant. Een groot olieoverschot van zes miljoen vaten per dag is waarschijnlijk in de komende weken. Dit zou kunnen oplopen tot acht miljoen vaten per dag, aangezien de begin april vastgestelde verlaging van de olieproductie momen-

AFB. 1: KERN-OPEC EN RUSLAND VERHOGEN PRODUCTIE

Voor april 2020 hebben Kern-OPEC en Rusland een uitzonderlijke toename van de aanvoer van ruwe aardolie aangekondigd.

Bron: OPEC, IEA, Kpler, Goldman Sachs Global Investment Research; stand: 12 maart 2020

AFB. 2: DURE PRODUCTIE DAALT

Naast de productie van schalieolie zullen ook andere duurdere productiesoorten waarschijnlijk dalen met een olieprijs van minder dan 40 USD.

Bron: IEA, ICE, Goldman Sachs Global Investment Research; stand: 8 maart 2020

teel tekortschiet en de vraag als gevolg van de onbepaalde duur van de coronacrisis waarschijnlijk laag blijft.

Met het oog op de vooruitzichten voor vraag en aanbod, verwachten de grondstofexperts van Goldman Sachs dat de komende zes maanden een vergelijkbare voorraadopbouw zal plaatsvinden als in de jaren 2014 tot en met 2016 over een periode van in totaal 18 maanden. Deze prognoses gaan uit van een aanzienlijke groei in het lage prijsaanbod en een afname in de wereldwijde vraag van rond de 310.000 vaten per dag. De kostenintensieve productie van schalieolie zal naar verwachting tot het eer-

ste kwartaal van 2021 met circa 0,9 miljoen vaten per dag dalen, gezien de opbouw van de voorraden en de daling van de vraag.

DE OPSLAGCAPACITEIT IS BEPERKT

De reactie van de producenten op de hoge kosten, met de verwachte Brent-prijs van ongeveer 20 USD per vat, zal waarschijnlijk niet snel genoeg zijn om in de komende maanden te compenseren voor de opbouw van grote voorraden. Als er te veel voorraad wordt opgebouwd, kan het zijn dat er mogelijk onvoldoende opslagcapaciteit beschikbaar is. Zo kan de snelheid waarmee voorraden worden opgebouwd de logistiek voor het vul-

len van drijvende en onshore opslagfaciliteiten snel overbelasten. Dit zou de producenten met hoge kosten tot dicht bij de 20 USD per vat dwingen hun productie te stoppen. Kan het echt zo ver komen? Bij eerdere grote overschotten in 1999, 2009 en 2016 waren de prijzen al tot het kostenniveau gedaald voordat de beschikbare opslagcapaciteit werd bereikt.

De grondstoffendeskundigen van Goldman Sachs gaan ervan uit dat de prijsmarge tussen Brent en WTI ruwe olie zich verder zal versmallen tot bijna pariteitsprijzen. Zodra de bestaande opslagcapaciteiten op lange termijn verzadigd





zijn – en niet alleen op korte termijn zoals onlangs het geval was met het meicontract – kan een afvlakking van de nog steeds steile forward-curve worden verwacht wanneer de prijzen het kostenniveau bereiken. Zo'n vlakke forward-curve tijdens een dieptepunt was in alle drie

van de voorgaande dalende markten het signaal voor het dieptepunt van de markt.

De grootst mogelijke risicofactor met betrekking tot de prognose van lage olieprijs bleef een verdere verlaging van de productie door de marktpartners. De retoriek van Saoedi-Arabië en Rusland over hun fiscale veerkracht gaf echter aan dat een dergelijke politieke omslag alleen zou plaatsvinden bij aanhoudende lage prijzen. Ook een mogelijk hernieuwde escalatie van de geopolitieke spanningen in het Midden-Oosten zou de prijsdruk met het oog op de snelle stijging van de voorraad niet kunnen voorkomen – tenzij dit zou leiden tot een grootschalige productiestop.

PRIJSSTIJGING MOGELIJK VANAF 2021

Voor al de goedkope producenten hebben baat bij de huidige koers door de “New Oil Order”, wat al tot een duidelijke reactie heeft geleid van de producenten met hoge kosten. Hoewel de gedwongen toename van het aanbod in eerste instantie waarschijnlijk een reactie was van Saoedi-Arabië op het besluit van Rusland om de productie niet te verlagen, is er volgens de grondstoffendeskundigen van Goldman Sachs uiteindelijk ook een duidelijke stimu-

lans voor beide landen om deze heroriëntatie door te zetten: Hoewel er conceptueel gezien een ondergrens is voor de olieprijs die in de buurt van de productie- en financieringskosten ligt, kunnen bezuinigingen op duurdere productiecapaciteiten – bijvoorbeeld in de productie van schalieolie in de VS – er eveneens toe leiden dat het marktaandeel van de OPEC-landen en de olieprijs in de loop van het jaar zal stijgen.

De economen van Goldman Sachs verwachten momenteel dat de overtollige voorraden tot 2021 zullen afnemen. De kwartaalvoorspellingen van de Brent-prijs voor 2021 liggen op dit moment rond 45 USD per vat voor het eerste kwartaal. Tegen het vierde kwartaal zou de prijs per vat geleidelijk met 5 USD kunnen stijgen tot 60 USD per vat. Op de lange termijn zou de prijs gemiddeld 45 USD per vat Brent kunnen bedragen.

De in deze bijdrage weergegeven ideeën en afbeeldingen zijn afkomstig uit de publicatie “The Revenge of the New Oil Order”, “A swift and violent rebalancing” en “Commodity Watch: Physical end is near”, Damien Courvalin en Jeffrey Currie, gepubliceerd door Goldman Sachs Commodities Research op 8, 12 en 17 maart 2020 en “Oil sub-zero: The end or a new beginning?”, Michele Della Vigna, CFA, Zoe Stavrinou, gepubliceerd door Goldman Sachs Equity Research op 21 april 2020.



DIVERSIFICATIE VAN PORTEFEUILLE BIJ HOGE WAARDERINGEN

De zoektocht naar de juiste mix

In het eerste kwartaal van 2020 registreerde een portefeuille van 60 procent Amerikaanse aandelen (S&P 500®) en 40 procent 10-jarige Amerikaanse obligaties een van de grootste koersdalingen sinds de jaren zestig. De koersdaling volgde op een decennium van zeer sterke naar risico gewogen rendementen voor evenwichtige portefeuilles. Aangezien zowel obligaties als aandelen duur zijn, valt er echter veel te zeggen voor lagere rendementen en grotere en frequentere koersdalingen voor dergelijke 60/40-portefeuilles.





CHRISTIAN MÜLLER-GLISSMANN

Global Investment Research
Goldman Sachs International
London

Afgezien van de crash in 1987 en de wereldwijde financiële en economische crisis van 2008/09, hebben klassieke 60/40-portefeuilles van de VS in maart van dit jaar de sterkste koersdalingen onderzonden. Zelfs over een periode van 12 maanden zou een eenvoudige, evenwichtige portefeuille zelden soortgelijke grote verliezen geregistreerd hebben. Deze daling was te wijten aan de ernst van de groeischok ten gevolge van het coronavirus, maar ook aan hogere waarderingen en een “bullish” positionering.

Ter herinnering: 2019 was een van de beste jaren ooit voor evenwichtige portefeuilles. Het herstel van het moeilijke jaar 2018 leidde tot een gecombineerde rally in obligaties en aandelen. Na de koersdaling en voor het recente herstel van de aandelenmarkten was de cumulatieve performance van een Amerikaanse 60/40-portefeuille tijdelijk naar het lage niveau van 2018 gezakt. In Europa en Japan werd zelfs het niveau van 2016 bereikt. De daling van de wereldwijde aandelen was niet alleen een van de scherpste in de geschiedenis, ook obligaties konden dit keer niet als buffer dienen, vooral niet buiten de VS. Omdat de correlatie tussen obligaties en aandelen weer positief was, waren er maar weinig plaatsen waar beleggers zich konden “verstoppen”.

VOORDELEN VAN EVENWICHTIGHEID

Voor vele beleggers, vooral in de VS, was de 60/40-regel een populaire ingang voor hun strategische asset-allocation. Door de activa-mix heeft een evenwichtige portefeuille van aandelen en obligaties het potentieel om in verschillende macro-economische scenario's beter te presteren dan pure obligatie- of aandelenportefeuilles. Een 60/40-portefeuille is al lang een benchmark voor pensioenfondsen en is sinds de wereldwijde financiële en economische crisis populair bij particuliere klanten. Het is ook een sterke aanjager geweest voor geldstromen, zowel passief als actief.

Obligaties bevinden zich ook op de langste bullmarkt sinds 1900. De sterke voor risico gewogen rendementen profiteerden sinds eind jaren negentig van de negatieve correlaties tussen aandelen en obligaties. Deze constellatie heeft de diversificatie in evenwichtige aandelen- en obligatieportefeuilles verbeterd. Met de lage en diepgewortelde inflatie reageerden obligaties vooral op groeischokken, die de centrale banken over het algemeen opvingen met een losser monetair beleid.

Bovendien hebben de globalisering en technologische productiviteitswinst, in combinatie met lagere belastingtarieven en

gunstigere mogelijkheden voor schuld-financiering sinds de jaren negentig, bijgedragen aan de winstgroei. Dit leidde tot een lange periode van sterke aandelenrendementen. Aandelen waren ook een effectieve afdekking voor obligaties: vanaf lage niveaus met verankerde inflatieverwachtingen waren stijgende rendementen meestal het resultaat van bovengemiddelde groei. Als gevolg hiervan stegen de aandelenkoersen omdat dalingen van de risicopremies voor aandelen op hogere niveaus de stijging van obligatierendementen compenseerden.

DE “BALANCED BEAR” – MEER RISICO MET MINDER RENDEMENT

In eerdere studies schreven we dat, gezien het feit dat zowel aandelen als obligaties duur zijn, de rendementen voor evenwichtige portefeuilles in de toekomst waarschijnlijk lager zullen zijn en dat er vaker sprake kan zijn van grotere koersdalingen omdat het diversificatiepotentieel in evenwichtige portefeuilles beperkter is. Al eind 2017 benadrukten wij in “Global Strategy Paper: Balanced Bear - Part 1” dat het uitgangspunt van de waardering ongunstig was voor beleggers in passieve 60/40-portefeuilles. Zelden waren aandelen en obligaties op de beurs tegelijkertijd even duur – alleen voor de Eerste Wereldoorlog en tijdens de “gouden” jaren twintig en vijftig.

Vanaf hun extreem lage niveau in het begin van de jaren tachtig zijn zowel de aandelen- als obligatiewaarderingen in de VS aanzienlijk gestegen, na perioden van stagflatie in de jaren zeventig en het begin van de jaren tachtig. Een structureel lagere macrovolatiliteit als gevolg van de “Great Moderation”, gekoppeld aan een dalende inflatie sinds de jaren negentig, en de agressieve monetaire versoepeling door de centrale banken in deze cyclus hebben de waarderingen van alle activa opgedreven.

HOGЕ WAARDERINGEN WIJZEN OP LAGERE RENDEMENTEN OP DE LANGE TERMIJN

Hoge vermogenswaarderingen wijzen op lagere rendementen voor 60/40-portefeuilles. Terwijl de aandelenkoersen tijdens de recente regressie sterk zijn gedaald, hebben ze zich ondertussen hersteld en bevinden ze zich weer in het bovenste kwartaal. Alleen op basis van waarderingen zullen de verwachte rendementen op eenvoudige 60/40-portefeuilles in de VS voor het komende decennium waarschijnlijk in de onderste 20 procent liggen, als we terugblikken op de periode sinds 1990.

Voor korte termijn rendementen hebben waarderingen een minder voorspellend vermogen. Wat betreft aandelen verklaren de waarderingen nog steeds minder dan de helft van de fluctuaties van de 10-jarrendementen sinds 1881. In de jaren twintig, vijftig en negentig waren de werkelijke rendementen bijvoorbeeld beter dan op basis van de waarderingen alleen al kon worden verwacht, vanwege zeer gunstige macro-economische omstandig-



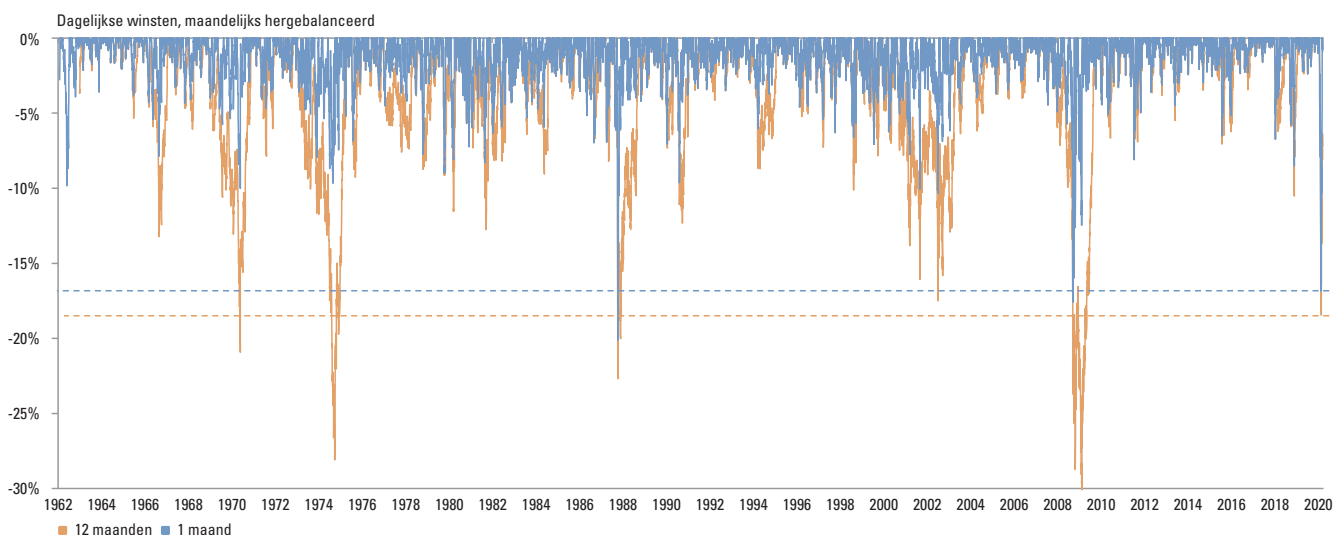
heden. En het komende decennium kan verrassen, als de inflatie op een zeer laag niveau blijft en de trendgroei van de wereldeconomie toeneemt, bijvoorbeeld door een sterke stijging van de productiviteitsgroei. Hoge waarderingen zullen echter waarschijnlijk een snelheidslimiet worden op het rendement.

Hogere waarderingen verhogen ook het risico op grote koersdalingen omdat er simpelweg minder buffers zijn om de schok op te vangen. Hoewel de huidige 60/40-daling behoorlijk fors was, is deze

in vergelijking met historische prijsdalingen nog steeds vrij gematigd. De grootste crashes vonden plaats rond de Eerste Wereldoorlog, tijdens de mondiale economische crisis en de stagflatie-fase van de jaren zeventig, toen zowel aandelen als obligaties duur waren.

De “bear markets” in de periode dat de “internetzeepbel” barstte en ook tijdens de wereldwijde financiële en economische crisis waren uitgesproken en lang. Het duurde bijna tien jaar om te herstellen van de baisse in 1973 (in reële termen) en meer

AFB. 1: PRIJSDALINGEN VAN EEN BALANCED 60/40 US-PORTFOLIO



Een evenwichtige Amerikaanse portefeuille met 60 procent aandelen (S&P 500®) en 40 procent obligaties (10-jarige Amerikaanse obligaties) heeft recentelijk een inzinking van bijna 18 procent op een 12-maanden zicht gekend. Dergelijke evenwichtige portefeuilles zullen in de toekomst waarschijnlijk een lager rendement laten zien en zijn ook risicovoller vanwege de huidige hoge correlatie van aandelen en obligaties.

Bron: Haver Analytics, Datastream, Goldman Sachs Global Investment Research, stand: 16 april 2020



OBLIGATIEMARKT MET BEPERKTE BUFFER – NU OOK IN DE VERENIGDE STATEN

Sinds het einde van de jaren negentig heeft de diepgewortelde inflatie, in combinatie met de opkomst van de zogenaamde “central bank put”, ertoe geleid dat obligaties tijdens aanzienlijke baisse-markten sterk positieve rendementen hadden. Ze hielpen om verliezen op aandelen op te vangen. Bij de huidige lage rendementen zijn dergelijke vrijwaringsmaatregelen voor aandelen echter minder effectief geworden. In de meeste gevallen zouden de obligatierendementen diep in het rood moeten gaan om grote aandelenverliezen op te vangen.

10-jarige Amerikaanse obligaties vormden nog steeds een adequate buffer tijdens de recente beursdaling. Maar omdat de Fed aarzelt de rente in negatief gebied te verlagen, kan een verdere daling van de Amerikaanse tienjarige obligatierendementen beperkt zijn. Obligaties uit kleinere G10-economieën zoals Canada, Noorwegen en Nieuw-Zeeland, waar er relatief meer ruimte lijkt te zijn voor versoepeling, lijken een betere “risicomijdende” buffer te zijn.

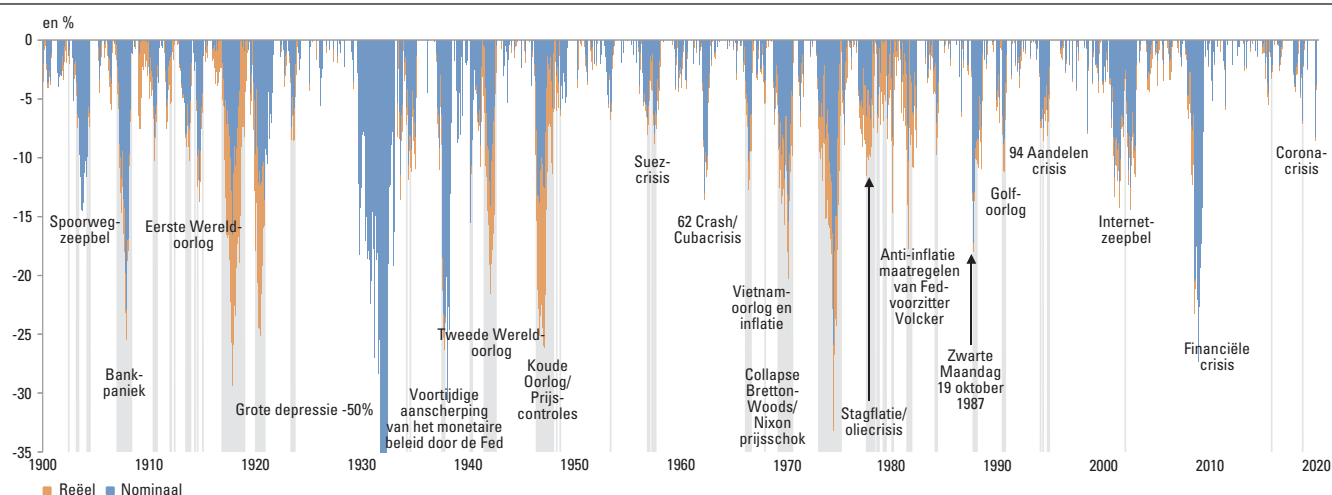
dan vier jaar om de verliezen na de Eerste Wereldoorlog en het barsten van de inter-netzeepbel te compenseren.

Crashdrivers kunnen worden veroorzaakt door groei- en/of renteschokken. In de afgelopen jaren was het risico voornamelijk afkomstig uit de aandelenmarkten en zijn aanzienlijke 60/40 dalingen opgetreden rond recessies in de Verenigde Staten. Wat tot diepe baisse-markten voor aandelen leidde. Dit was in het bijzonder het geval in de jaren negentig, toen obligaties bij dalende aandelenkoersen wederom stegen.

Tijdens de Eerste en Tweede Wereldoorlog en tijdens de periode van stagflatie in de jaren zeventig en tachtig, toen de hoge inflatie gepaard ging met lage groei, waren er zogenaamde “nowhere to hide” baisse-markten. In deze periodes was er een sterke daling van de waarderingen van alle activa omdat de markten zowel de groei als het inflatierisico en/of de stijging van real-rendementen opnieuw waardeerden. In het begin van de jaren tachtig bereikten zowel de P/E's van S&P-500-Shiller als de 10 jaar rendementen in de VS hun laagste niveau sinds 1900.

De in deze bijdrage weergegeven ideeën en afbeeldingen zijn afkomstig uit de publicatie “GOAL Post: Balanced Bear scare - trimming the tails when 60/40 fails”, Christian Müller-Glissmann, CFA, Cecilia Mariotti, gepubliceerd door Goldman Sachs Portfolio Strategy Research op 16 april 2020.

AFB. 2: KOERSDALINGEN SINDS 1900 IN VERGELIJKING*



Vergeleken met de koersdalingen van de vorige eeuw is de huidige crash relatief klein. De lichtblauwe kolommen tonen gelijktijdige koersdalingen in de twee activaklassen aandelen en obligaties.

* Secties van 1 jaar, maandelijks rendement; bron: GFD, Goldman Sachs Global Investment Research, stand: 16 april 2020

Economische kalender en bedrijfsnieuws mei/juni 2020



Dinsdag 19 mei 2020

Conjunctuurprognose ZEW

Het Centrum voor Europees Economisch Onderzoek (ZEW) publiceert een index die de heersende stemming onder ongeveer 300 Duitse financiële analisten bij banken, verzekeringen en ondernemingen weergeeft. Het onderzoek is gebaseerd op de verwachtingen ten aanzien van de ontwikkeling van de zes belangrijkste internationale financiële markten. De conjunctuurprognose van de ZEW voor Duitsland liep in maart 2020 sterk terug – met 58,2 punten tot minus 49,5 punten. Dit is de sterkste daling sinds het begin van de index in december 1991.

Bron: ZEW, <https://www.zew.de/fileadmin/FTP/div/TermineKonjunkturerwartungen2020.pdf>

Kwartaalcijfers Home Depot

De Amerikaanse doe-het-zelfketen presenteert de cijfers over het eerste kwartaal 2020. Home Depot heeft meer dan 2.290 vestigingen in de VS, Canada, Puerto Rico, de Maagdeneilanden, Guam en Mexico. In het boekjaar 2019/2020 behaalde Home Depot een omzet van 110,2 miljard US dollar. Dit is een stijging van 1,9 procent ten opzichte van een jaar eerder.

Bron: Home Depot, <https://ir.homedepot.com/>

Woensdag 20 mei 2020

Consumentenprijsindex (CPI) Groot-Brittannië

De consumentenprijsindex (Consumer Price Inflation, CPI) van het Britse Bureau voor Statistiek toont de veranderingen van de consumentenprijzen in de voorgaande maand voor een representatief pakket van goederen en diensten. De CPI is een belangrijke indicator en maatstaf voor de inflatie en veranderingen in koopgedrag.

Bron: Office for National Statistics, <https://www.ons.gov.uk/releasecalendar?view=upcoming>

Maandbericht beroepsbevolking Nederland

Het Centraal Bureau voor de Statistiek (CBS) publiceert maandelijks over de omvang van de werkzame en niet-werkzame bevolking. Het maandbericht rapporteert over de bevolking in de leeftijd van 15 tot 75 jaar en bevat gegevens over voltijdse, deeltijdse en werkloze personen. In het eerste kwartaal van 2020 bestond de Nederlandse beroepsbevolking uit ongeveer 9 miljoen werkenden (betaald werk) en het werkloosheidspercentage lag bij 2,9 procent.

Bron: CBS, <https://www.cbs.nl/nln/publicatieplanning#id=20191219-maandbericht-beroepsbevolking>

Vrijdag 22 mei 2020

Arbeidsmarktrapportage VS

Het Amerikaanse Ministerie van Werkgelegenheid publiceert maandelijks de hoog aangeschreven gegevens over werkgelegenheid buiten de landbouw, de gemiddelde uurlonen, werkloosheid, het gemiddelde aantal gewerkte uren per week en de arbeidsparticipatiegraad. De arbeidsparticipatiegraad geeft het percentage van personen in de arbeidsgeschiedte leeftijd aan dat werkt of werkzoekend is.

Bron: Bureau of Labor Statistics, https://www.bls.gov/schedule/2020/05_sched.htm

Donderdag 28 mei 2020

Orders duurzame consumptiegoederen VS

Het US Census Bureau publiceert maandelijks de orders voor duurzame consumptiegoederen exclusief defensie. Duurzame producten zoals motorvoertuigen gaan over het algemeen met hoge investeringskosten gepaard. Deze orders zijn daarom een goede indicator voor de economische situatie in de VS.

Bron: US Census Bureau, <https://www.census.gov/economic-indicators/calendar-listview.html>



BBP VS

Het Bureau of Economic Analysis (BEA) publiceert de tweede schatting van het Amerikaanse bruto binnenlands product voor het eerste kwartaal van 2020. Volgens de derde schatting van 26 maart 2020 groeide de Amerikaanse economie in het vierde kwartaal van 2019 met 2,1 procent, gecorrigeerd voor seizoensinvloeden en geëxtrapoleerd naar het jaar.

Bron: Bureau of Economic Analysis, <https://www.bea.gov/news/schedule>

Producentenvertrouwen Nederland

Het producentenvertrouwen geeft de stemming aan onder de ondernemers in de Nederlandse industrie. De indicator is samengesteld uit drie deelindicatoren uit de Conjunctuurenquête Nederland: de verwachte bedrijvigheid in de komende drie maanden, het oordeel over de orderpositie en het oordeel over de voorraden gereed product. Het producentenvertrouwen is een "leading indicator" en geeft belangrijke informatie over het conjunctuurverloop.

Bron: CBS, <https://www.cbs.nl/nl-nl/rekenen/producentenvertrouwen>

Vrijdag 29 mei 2020

PCE-deflator VS

Het Bureau of Economic Analysis (BEA) publiceert gegevens over de belangrijkste persoonlijke consumpties van Amerikaanse burgers in april 2020. De "Personal Consumption Expenditures Price Index" (PCE) omvat prijsveranderingen voor goederen en diensten, waaraan consumenten geld besteden. Seizoensgebonden producten, zoals voedingsmiddelen en energie, worden niet in de PCE-hoofdindex opgenomen waardoor de berekening nauwkeuriger wordt. De PCE-deflator is een belangrijke en, vooral door de Amerikaanse Centrale Bank, zeer gewaardeerde inflatie indicator.

Bron: Bureau of Economic Analysis, <https://www.bea.gov/news/schedule>

Dinsdag 9 juni 2020

Consumentenprijsindex Nederland

Het Centraal Bureau voor de Statistiek (CBS) verzamelt en publiceert allerlei statistische gegevens van maatschappelijke en econo-

mische aard. De ontwikkeling van de consumentenprijzen (consumentenprijsindex, CPI) geeft aan hoeveel duurder het leven voor een gemiddeld huishouden in Nederland is geworden in een jaar tijd. De consumentenprijsindex wordt maandelijks door het CBS berekend. Het geeft de gemiddelde prijsstijging aan van een pakket goederen en diensten dat door een bepaalde groep mensen gekocht wordt.

Bron: CBS, <https://www.cbs.nl/nl-nl/zoeken/?query=inflatie>

Handelsbalans Duitsland

De buitenlandse handelsbalans die maandelijks door het Duitse federale statistiekbureau wordt gepubliceerd, toont het saldo van de invoer en uitvoer van goederen en diensten. Een positieve waarde betekent een handelsoverschot, een negatieve waarde een handelstekort. In februari 2020 sloot de Duitse handelsbalans af met een overschot van 20,8 miljard euro. De exporten stegen ten opzichte van de vorige maand met 1,3 procent, de importen namen met 1,6 procent af.

Bron: Federaal Bureau voor de Statistiek Duitsland, https://www.destatis.de/SiteGlobals/Forms/Suche/Termin/DE/Terminsuche_Formular.html?jsessionid=AD8889938D1C8986159C241A7457C00F&inter-net732?cl2Taxonomie_Themen_0=aussenhandel

Woensdag 10 juni 2020

Consumentenprijsindex VS

Het Amerikaanse ministerie van Arbeid publiceert maandelijks de "Consumer Price Index" (CPI). De CPI toont de verandering in de verkoopprijzen voor een representatief pakket met goederen en diensten en is een belangrijke indicator om de inflatie en veranderingen in het koopgedrag te meten. In april 2020 daalde de consumentenprijsindex in vergelijking tot de vorige maand met 0,8 procent.

Bron: Bureau of Labor Statistics, <https://www.bls.gov/cpi/>

BBP Groot-Brittannië

Het Nationale Bureau voor de Statistiek publiceert zijn bbp-schatting voor april 2020. Van januari 2020 tot maart 2020 nam het Britse bruto binnenlands product met 2,0 procent ten opzichte van de drie voorgaande maanden. In maart 2020 daalde het bbp met 5,8 procent ten opzichte van de voorgaande maand.

Bron: Office for National Statistics, <https://www.ons.gov.uk/economy/grossdomesticproductgdp/bulletins/gdpmonthlyestimateuk/march2020>

Vrijdag 12 juni 2020

WASDE rapport VS

Het maandelijkse rapport ("World Agricultural Supply and Demand Estimates", afgekort WASDE) van het Amerikaanse ministerie van landbouw (USDA) biedt uitgebreide analyses, prognoses en ramingen voor de ontwikkeling van globale landbouwmarkten en maakt zo een inschatting mogelijk van de wereldwijde productie van tarwe, soja, maïs, vlees, melk en andere voedingsmiddelen, evenals van agrarische grondstoffen.

Bron: USDA, <https://www.usda.gov/oce/commodity/wasde/>

Woensdag 17 juni 2020

Maandverslag OPEC

Het Monthly Oil Market Report (MOMR) van de OPEC analyseert de situatie van de globale oliemarkt. Het rapport belicht de belangrijkste politieke en economische gebeurtenissen die het aanbod en de vraag op de oliemarkt beïnvloeden. Daarnaast biedt het maandverslag ook een vooruitblik op het komende jaar.

Bron: OPEC, https://www.opec.org/opec_web/en/publications/338.htm

Vrijdag 19 juni 2020

Arbeidsmarktrapportage VS

Het Amerikaanse Ministerie van Werkgelegenheid publiceert maandelijks de hoog aangeschreven gegevens over werkgelegenheid buiten de landbouw, de gemiddelde uurlonen, werkloosheid, het gemiddelde aantal gewerkte uren per week en de arbeidsparticipatiegraad. De arbeidsparticipatiegraad geeft het percentage van personen in de arbeidsgeschiedte leeftijd aan dat werkt of werkzoekend is.

Bron: Bureau of Labor Statistics, https://www.bls.gov/schedule/2020/06_sched.htm

Donderdag 25 juni 2020

BBP VS

Het Bureau of Economic Analysis (BEA) publiceert de derde schatting van het Amerikaanse bruto binnenlands product voor het eerste kwartaal van 2020. Volgens de eerste schatting van 29 april 2020 kromp de Amerikaanse economie in het eerste kwartaal met 4,8 procent, gecorrigeerd voor seizoensinvloeden en geëxtrapoleerd naar het jaar.

Bron: Bureau of Economic Analysis, <https://www.bea.gov/news/schedule>



ECONOMISCHE KALENDER

mei/juni 2020

ECONOMISCHE KALENDER

19 mei 2020	DE, ZEW Economische verwachtingen
20 mei 2020	EU, Consumentenprijsindex Eurozone
	UK, Consumentenprijsindex (CPI)
	NL, Maandbericht beroepsbevolking
22 mei 2020	US, Arbeidsmarktrapport
25 mei 2020	DE, Ifo Bedrijfsklimaat Index
26 mei 2020	US, S&P/Case-Shiller huizenprijsindex
	US, Consumentenvertrouwen Conference Board
28 mei 2020	US, Orders duurzame consumptiegoederen
	US, Bruto binnenlands product
	NL, Producentenvertrouwen
29 mei 2020	DE, Detailhandelsverkoop
	US, PCE-deflator
04 juni 2020	US, Handelsbalans
09 juni 2020	NL, Consumentenprijsindex
	DE, Handelsbalans
	EU, Bruto binnenlands product Eurozone
10 juni 2020	UK, Bruto binnenlands product
	US, Consumentenprijsindex
12 juni 2020	US, WASDE rapport
	US, Consumentenvertrouwen UNI Michigan
16 juni 2020	US, Detailhandelsverkoop
	DE, Consumentenprijsindex en HCPI
	DE, ZEW Economische verwachtingen
	US, Detailhandelsverkoop
17 juni 2020	UK, Consumentenprijsindex (CPI)
	OPEC, Maandelijks OPEC rapport
18 juni 2020	NL, Maandbericht beroepsbevolking
19 juni 2020	US, Arbeidsmarktrapport
25 juni 2020	US, Orders duurzame consumptiegoederen
	US, Bruto binnenlands product
19 juni 2020	US, Arbeidsmarktrapport
25 juni 2020	US, Orders duurzame consumptiegoederen

BEDRIJFSNIEUWS

19 mei 2020	US, Home Depot kwartaalcijfers Q1 2020
	US, Walmart kwartaalcijfers Q1 2020
03 juni 2020	AT, Voestalpine jaaresresultaten 2019/20
09 juni 2020	DE, Heidelberger Druckmaschinen jaaresresultaten 2019/20

COLOFON

UITGEVER

Goldman Sachs International
 PIPG/Securitized Derivatives Netherlands
 Peterborough Court, 133 Fleet Street
 London EC4A 2BB
 Tel: 08000-221864 (gratis)
 Email: infomarkets@gs.com
 Internet: www.gsmarkets.nl

Deze brochure heeft u gratis verkregen van de uitgever.
 Alle rechten zijn voorbehouden. Kopiëren is alleen toegestaan na schriftelijke toestemming van de uitgever.

CONTACT

GRATIS HOTLINE

Nederland 08000-221864 (gratis)
 Internet www.gsmarkets.nl
 Email infomarkets@gs.com



www.gsmarkets.nl

Goldman Sachs International, PIPG/Securitised Derivatives Netherlands

Plumtree Court, 25 Shoe Lane, London EC4A 4AU, Tel: 08000-221864, Email: infomarkets@gs.com

© Goldman Sachs International, 2020. Alle rechten voorbehouden.