

## Marktontwikkelingen december 2018

### Dramatische december voor aandelen

In december zette het slechte koersbeeld op aandelenbeurzen van de afgelopen maanden in versterkte mate door. Opvallend daarbij was vooral dat Amerikaanse aandelen een inhaalslag maakten, in neerwaartse richting, ten opzichte van andere regio's. Voor Amerikaanse aandelen was december 2018 zelfs de slechtste decembermaand sinds 1931, met een koersdaling voor de MSCI North America-index van ruim 10%. De MSCI Europe en MSCI Emerging Markets aandelenindices daalden ook, met respectievelijk 5,5% en 3,8%, maar minder hard dan Amerikaanse aandelen. Desondanks bleef de Amerikaanse aandelenbeurs over heel 2018 per saldo nog wel de best presterende van de grote beurzen, maar de rendementsverschillen met andere regio's zijn nu aanzienlijk minder groot dan een kwartaal geleden.

Niet alleen de koersen van aandelen stonden in december onder druk. Vastgoed (-6,9%) presteerde ook slecht en was over heel 2018 zelfs de slechtst presterende beleggingscategorie (-13,4%). Ook 'high-yield' bedrijfsobligaties daalden in december in waarde, maar de schade bleef hier relatief beperkt (-0,3%). 'Investment grade' bedrijfsobligaties en staatsobligaties fungeerden tot op zekere hoogte als 'veilige havens', met licht positieve rendementen van respectievelijk +0,2% en +0,9%. Ook over heel 2018 behoorden deze categorieën tot de relatief best presterende, al leverden ze in absolute zin ook negatieve rendementen op: bedrijfsobligaties -0,9% en staatsobligaties -0,4%. Daarmee leverden obligaties over heel 2018 gemeten vergelijkbare rendementen op als wereldwijde aandelen (-0,5%), waarbij de schade vooral beperkt bleef dankzij Amerikaanse aandelen (+2,6%).

De rendementen van de verschillende beleggingscategorieën waren als volgt:

Rendementen (total return, in euro's)	december	4e kwartaal	2018	12 maanden
Bloomberg Barclays Eurozone Staatsobligaties	0,9%	1,5%	-0,4%	1,0%
Bloomberg Barclays Euro Bedrijfsobligaties	0,2%	-0,6%	-0,9%	-1,3%
Bloomberg Barclays Euro High Yield Bedrijfsobligaties	-0,3%	-3,7%	-3,3%	-3,8%
MSCI Europe Onroerend Goed	-6,9%	-12,1%	-13,4%	-17,3%
MSCI Europe Aandelen	-5,5%	-11,3%	-6,6%	-10,6%
MSCI North America Aandelen	-10,1%	-12,7%	2,6%	-1,2%
MSCI Asia Pacific Aandelen	-5,4%	-9,8%	-6,9%	-9,3%
MSCI World Developed Markets Aandelen	-8,7%	-12,2%	-0,5%	-4,3%
MSCI Emerging Markets Aandelen	-3,8%	-6,2%	-9,3%	-10,4%
EUR/USD	1,2%	-1,3%	-7,1%	-4,6%

### Economische vooruitzichten: minder slecht dan financiële markten doen vermoeden?

Afgaande op de recente ontwikkelingen op financiële markten, lijkt een sterke terugval van de wereldeconomie in 2019 bijna onvermijdelijk. Afgaande op macro-cijfers van de afgelopen tijd is het beeld minder somber. Weliswaar wijzen macro-economische indicatoren al geruime tijd op een afkoelende wereldeconomie ten opzichte van de 'piek'-niveaus van de eerste helft van 2018, maar (nog) niet op een aanstaande recessie of een crisis zoals nu 10 jaar geleden.

Vooralsnog lijkt het meest aannemelijke scenario dat de wereldeconomie in 2019 een groei zal laten zien van 3-3,5%, minder dan de 3,5-4% groei in 2017 en 2018, maar nog wel altijd redelijk. Voor de VS

komt de economische groei naar verwachting uit rond 2-2,5% en voor de eurozone rond 1,5-2%. Het grootste vraagteken betreft de Chinese economie. Daar is de groei in 2018 teruggevallen van 7% naar ca. 6,5%. Voor 2019 ligt een verdere groeivertraging richting 6% in de lijn der verwachting, maar deze zou ook lager kunnen uitvallen. Dit is vooral afhankelijk van het verloop van de handelsoorlog met de VS en de voortdurende dreiging van een kredietcrisis.

## **Politiek risico zorgt voor onzekerheid, met onvoorspelbare VS voorop**

De economische groeiverwachtingen voor 2019 zijn wel met grote onzekerheid omgeven. Deze wordt vooral veroorzaakt door wereldwijd bovengemiddeld hoog politiek risico. Daarbij lijkt de VS ook in 2019 een hoofdrol op te eisen. In 2018 profiteerde de Amerikaanse economie boven verwachting sterk van de eind 2017 doorgevoerde begrotings- en belastingmaatregelen van de regering-Trump, maar de positieve gevolgen hiervan voor de economische groei nemen in 2019 geleidelijk af. Met het sterk opgelopen begrotingstekort is de ruimte voor nieuwe stimulerende maatregelen aanzienlijk beperkt. Ook politiek gezien is de speelruimte voor de regering-Trump afgenomen, nu de Democraten de meerderheid in het Huis van Afgevaardigden hebben overgenomen. Het eerste zichtbare resultaat daarvan is de 'government shutdown' die eind 2018 werd afgekondigd vanwege onenigheid over de overheidsbegroting voor 2019. Met het recente vertrek van stabiliserende factoren in de Amerikaanse regering als stafchef John Kelly en minister van Defensie James Mattis, valt de komende tijd eerder meer dan minder politieke onrust vanuit de VS te verwachten. Bovendien komt de afronding van het 'Mueller-onderzoek' dichterbij, dat nu al bijna twee jaar als een zwaard van Damocles boven president Trump hangt.

Vanuit macro-economisch perspectief lijkt de belangrijkste politieke risicofactor echter nog altijd de door president Trump aangewakkerde handelsoorlog, die vooral tegen China gericht is. Hoewel deze in 2019 verder uit de hand kan lopen, staat daar tegenover dat naarmate de negatieve effecten van de handelsoorlog niet alleen in China maar ook in de VS zelf merkbaar worden, de kans groter wordt dat de VS en China tot een vergelijk komen. Dat zou gunstig zijn voor de wereldwijde economische groeivoorzichten, en dan met name voor opkomende markten, die in 2019 naar verwachting ook zullen profiteren van de flink lagere olieprijs.

## **Ook voor Europa staat 2019 in het teken van politiek risico**

Ook voor Europa blijft politiek risico in 2019 het belangrijkste aandachtspunt. Daarbij zal vooral het 'Brexit'-drama op korte termijn voor beroering blijven zorgen. Het economisch meest nadelige scenario, dat van een 'no deal Brexit' per eind maart 2019, zou naar verwachting ook voor financiële markten negatief kunnen uitpakken, omdat een dergelijk scenario nog niet, of hooguit ten dele is ingeprijsd. Daarentegen zou een 'no Brexit'- (of 'van uitstel naar afstel'-) scenario juist tot een (beperkte) opluchtingsrally kunnen leiden. Naar onze inschatting is de kans op laatstgenoemde scenario, of een scenario van een 'soft Brexit', zoals voorzien in het akkoord dat de Britse premier May heeft gesloten met de EU, groter dan de kans op een chaotische en (vooral voor het VK) economisch nadelige 'no deal Brexit'.

Ondertussen lijkt in twee andere Europese 'probleem'-landen die in het laatste kwartaal van 2018 voor onrust zorgden, Italië en Frankrijk, de lucht enigszins geklaard. De populistische Italiaanse regering heeft zich bereid getoond om genoeg water bij de begrotingswijn te doen om strafmaatregelen uit Brussel te voorkomen, terwijl de Franse president Macron er vooralsnog in lijkt te zijn geslaagd om juist met een ruimer begrotingsbeleid de 'gele hesjes'-beweging de wind uit de zeilen te nemen. Als het aangekondigde pakket begrotingsmaatregelen (o.a. verhoging van het minimumloon) leidt tot een overschrijding van de Europese '3% begrotingstekort'-regel, kan dat Frankrijk op vergelijkbare

strafmaatregelen komen te staan als die eerder ook Italië dreigden te treffen, maar op korte termijn betekent het vooral een welkome groei-impuls voor de Franse economie.

## **Inflatiebeeld veranderd, vooral door lagere olieprijs**

Niet alleen qua economische groeivoorzichten, ook ten aanzien van inflatie en monetair beleid zijn de verwachtingen van financiële markten het afgelopen kwartaal duidelijk veranderd. Aan de gewijzigde inflatievoorzichten ligt vooral de sterk gedaalde olieprijs (van 75 dollar per vat begin oktober naar 45 dollar eind december) ten grondslag. Deze daling kan een indicatie zijn van lagere vraag naar olie, en daarmee van een trager groeitempo van de wereldeconomie, maar lijkt vooral toe te schrijven aan ontwikkelingen aan de aanbodzijde. Amerikaanse schalie-olie kan inmiddels tegen een veel lagere kostprijs en op grotere schaal worden gewonnen dan voorheen. Daarnaast lijkt de discipline binnen het OPEC-kartel om prijsdalingen tegen te gaan met lagere olieproductie nu minder groot dan in het verleden.

Per saldo verschilt de impact van de lagere olieprijs op economische groei per land en regio, maar het effect op (verwachte) inflatie is eenduidig. Inflatieverwachtingen zijn gedaald, en ook in het feitelijke inflatiebeeld is het effect van de goedkopere olie inmiddels terug te zien. In de eurozone is de 'headline' inflatie afgelopen kwartaal gedaald van 2,1% naar 1,6%, en in de VS van 2,7% naar 2,2% jaar-op-jaar.

Weliswaar is aannemelijk dat de daling van de olieprijs de komende tijd een drukkend effect op de 'headline' inflatie zal blijven uitoefenen, maar daar staat tegenover dat de looninflatie tot nu toe zeer beperkt gebleven, zeker in de eurozone. Met de dalende werkloosheid lijkt het een kwestie van tijd tot hogere looneisen zich vertalen in meer looninflatie en uiteindelijk ook in hogere consumentenprijzen. In de VS, dat wat betreft ontwikkeling van de arbeidsmarkt voor loopt op Europa, laten de gemiddelde uurlonen inmiddels een stijging zien van ruim 3% jaar-op-jaar.

Per saldo lijkt het meest aannemelijke scenario voor de eurozone dat in 2019 de 'headline' inflatie en 'kerninflatie' naar elkaar toegroeien, en beide rond 1,5% zullen uitkomen. Voor de VS ligt een bandbreedte voor beide inflatiemaatstaven van 1,5-2% in de lijn der verwachting.

## **Centrale banken: minder reden om op de rem te trappen?**

Met de verslechterde groei- en inflatievoorzichten neemt de ruimte voor centrale banken om rentes te verhogen af. In de VS heeft de Fed in december 2018 de rente wel verder verhoogd tot een 'target range' van 2,25-2,5%, de negende rentestap in drie jaar tijd, maar daarbij ook aangegeven de rente in 2019 minder hard te zullen verhogen dan eerder gedacht. De Fed gaat nu zelf uit van twee rentestappen in 2019, in plaats van de eerder gedachte drie of vier. Financiële markten prijzen inmiddels zelfs helemaal geen renteverhoging meer in voor 2019. Hoe dan ook is voor de Fed de uitdaging om een passend monetair beleid te blijven voeren in 2019 groter dan in de afgelopen jaren. Met nog twee renteverhogingen zou de basisrente in de buurt komen van wat veel economen als een 'neutraal' niveau beschouwen, rond 3%. Bovendien dreigt dan een 'inverse yield curve' te ontstaan, wat in het verleden vaak een voorbode van een recessie is gebleken. Nu al is de Amerikaanse basisrente bijna net zo hoog als de tienjaarsrente, respectievelijk 2,5% en 2,7% per eind december. Meer rentestappen zou ongetwijfeld ook op afkeuring kunnen rekenen van president Trump, die de Fed bij de laatste renteverhoging in december al verweet niet in staat te zijn 'to feel the market'. Daarbij is wel de vraag of financiële markten meer gevoelig zijn voor renteverhogingen of voor een president die de onafhankelijkheid van de centrale bank probeert te ondermijnen.

Voor de ECB lijkt de vraag wat een passend monetair beleid is minder acuut. Zoals verwacht, is het programma van 'kwantitatieve verruiming' ('QE') per ultimo 2018 afgerond. Eerder heeft ECB-president Mario Draghi al aangekondigd dat een eerste renteverhoging niet hoeft te worden verwacht voor het

# terugblik

8 januari 2019

α.s.r.  
de nederlandse  
vermogens  
beheerders

eind van de zomer van 2019. De grootste vraag is nu of Draghi nog net voor het eind van zijn ambtstermijn in het najaar van 2019 de Europese basisrente eenmaal zal verhogen, of dat die eerste verhoging pas daarna volgt. In dat geval zal Draghi sinds zijn aantreden als ECB-president in het najaar van 2011 nooit de rente hebben verhoogd. Met de (licht) verslechterde groei- en inflatievooruitzichten en de bovengemiddeld grote politieke onzekerheid in Europa, is de kans op laatstgenoemde scenario toegenomen.

## Disclaimer

Deze presentatie is samengesteld door ASR Vermogensbeheer N.V. (hierna ASR Vermogensbeheer). ASR Vermogensbeheer staat onder toezicht van de Autoriteit Financiële Markten (“AFM”) te Amsterdam en beschikt over een vergunning voor het beheren van beleggingsinstellingen op grond van art. 2:65 Wft. Het is ASR Vermogensbeheer toegestaan om onder haar vergunning de volgende beleggingsdiensten te verlenen: het beheren van een individueel vermogen, het verstrekken van beleggingsadvies en het ontvangen en doorgeven van orders met betrekking tot financiële instrumenten. ASR Vermogensbeheer is opgenomen in het register als bedoeld in artikel 1:107 Wft.

De inhoud van deze presentatie is gebaseerd op betrouwbaar geachte informatiebronnen. Er wordt echter geen garantie of verklaring gegeven omtrent de juistheid, volledigheid en actualiteit van die informatie, noch uitdrukkelijk, noch stilzwijgend. De verstrekte informatie is uitsluitend indicatief en aan verandering onderhevig. Prognoses vormen geen betrouwbare indicator voor toekomstige resultaten. Aan de inhoud van deze presentatie, waaronder eventuele berekende waarden en weergegeven resultaten, kunnen geen rechten worden ontleend. De waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.

Alle copyrights en overige informatie in deze presentatie is eigendom van ASR Vermogensbeheer. De informatie is alleen bedoeld voor bepaalde (ontvangende) partijen en is vertrouwelijk. De in/via deze presentatie verstrekte informatie is geen aanbod, beleggingsadvies of financiële dienst. De informatie is ook niet bedoeld om enig persoon of instantie aan te zetten tot het kopen of verkopen van enig financieel product, waaronder rechten van deelneming in een beleggingsfonds, of tot het afnemen van enige dienst van ASR Vermogensbeheer, noch is de informatie bedoeld als basis voor een beleggingsbeslissing.

Voor de toepasselijke voorwaarden en risico's van de in deze presentatie vermelde ASR Vermogensbeheer beleggingsfondsen wordt verwezen naar de prospectussen, fondsvoorwaarden en essentiële beleggersinformatie (EBI) van deze fondsen. Exemplaren hiervan en van de jaarverslagen zijn verkrijgbaar via [www.asrvermogensbeheer.nl](http://www.asrvermogensbeheer.nl), waar ook alle gegevens van ASR Vermogensbeheer kunnen worden geraadpleegd.