

Terugblik

6 juli 2020

α.s.r.
de nederlandse
vermogens
beheerders

Juni 2020: verder herstel, maar nog niet 'terug bij af'

Voor de derde maand op rij herstelden financiële markten van de in het eerste kwartaal opgelopen schade. Vooral aandelen waren in juni (zoals in het hele tweede kwartaal) in trek, maar staan ten opzichte van begin 2020 desondanks nog altijd het meest in de min.

Alle beleggingscategorieën leverden in juni positieve rendementen op. Daarbij gold in principe: hoe meer risico, hoe meer rendement. Aandelen waren de best presterende beleggingscategorie, en binnen aandelen waren opkomende markten de uitblinker, met een rendement van 6,3% op maandbasis voor de MSCI Emerging Markets-index, direct gevolgd door de MSCI Asia Pacific-index met een rendement van 4,1%. Amerikaanse aandelen bleven voor de verandering achter bij het wereldwijde marktgemiddelde, met een rendement van 'slechts' 1,3% voor de MSCI North America-index. Dit was mede toe te schrijven aan de waardedaling van de Amerikaanse dollar (-1% in juni) ten opzichte van de euro. Over heel 2020 tot nu toe is Noord-Amerika nog wel altijd de best presterende aandelenregio.

Ook binnen obligaties leverden de meer risicovolle sub-categorieën de hoogste rendementen op. Europese 'high yield'-bedrijfsobligaties behaalden in juni een rendement van 2,0%, terwijl 'investment grade'-bedrijfsobligaties daarbij licht achterbleven met een rendement van 1,3%. Staatsobligaties leverden nog minder op, al is een rendement van 1,0% op maandbasis niet slecht voor deze beleggingscategorie. Over het eerste halfjaar van 2020 zijn staatsobligaties zelfs de best presterende beleggingscategorie, en ook de enige met een positief rendement (+2,0% sinds begin 2020).

Tenslotte kwam beursgenoteerd vastgoed met een rendement van 2,1% in juni uit tussen obligaties en aandelen, wat gezien het risico-rendementsprofiel van deze beleggingscategorie redelijk lijkt. Overigens is vastgoed over het eerste halfjaar van 2020 de slechtst presterende beleggingscategorie, met een negatief rendement voor de MSCI Europe Onroerend Goed-index van -23,6% sinds begin 2020.

De rendementen van de verschillende beleggingscategorieën waren als volgt:

Rendementen (total return, in euro's)	juni	2e kwartaal	2020	12 maanden
Bloomberg Barclays Eurozone Staatsobligaties	1,0%	1,7%	2,0%	2,8%
Bloomberg Barclays Euro Bedrijfsobligaties	1,3%	5,3%	-1,2%	-0,4%
Bloomberg Barclays Euro High Yield Bedrijfsobligaties	2,0%	11,2%	-5,2%	-2,1%
MSCI Europe Onroerend Goed	2,1%	9,6%	-23,6%	-10,9%
MSCI Europe Aandelen	3,1%	12,6%	-12,8%	-5,5%
MSCI North America Aandelen	1,3%	18,7%	-2,9%	8,5%
MSCI Asia Pacific Aandelen	4,1%	13,2%	-6,4%	2,5%
MSCI World Developed Markets Aandelen	1,7%	16,6%	-5,7%	4,3%
MSCI Emerging Markets Aandelen	6,3%	15,3%	-9,7%	-2,0%
EUR/USD	1,0%	2,4%	-0,1%	-1,4%

Bron: Bloomberg

Terugblik

6 juli 2020

α.s.r.
de nederlandse
vermogens
beheerders

IMF: na dramatisch 2020, volgt in 2021 economisch herstel...

Ruim een kwartaal na de wereldwijde uitbraak van het coronavirus 'Covid-19' is duidelijk dat de consequenties voor de wereldeconomie verreikend zijn. Wat een kwartaal geleden nog niet zo duidelijk was als nu, is dat de coronacrisis naar alle waarschijnlijkheid de sterkste economische neergang heeft veroorzaakt sinds de 'Great Depression' van de jaren '30 van de vorige eeuw, en daarmee dus ook sterker dan de 'Great Recession' van 2008-2009. Het IMF rekent inmiddels op een ongekende krimp van 5% voor de wereldeconomie in 2020. Daarbij is een groot verschil met vorige recessies dat niet alleen ontwikkelde landen een negatieve groei zullen laten zien (gemiddeld naar verwachting -8%), maar dat ook opkomende economieën zullen krimpen (gemiddeld naar verwachting -3%). Alleen China zal naar verwachting nog net een positieve groei laten zien over 2020, maar ook dat betekent een duidelijke verslechtering ten opzichte van de 6-10% groei die in de afgelopen decennia gebruikelijk was. In absolute zin lijkt Europa het hardst te worden geraakt, met een verwachte groei van -10% over 2020.

Het 'goede' nieuws is dat het IMF voor 2021 nog altijd een groeiherstel verwacht, van ca. 5,5% voor de wereldeconomie. Voor Europa zijn de vooruitzichten voor 2021 relatief het meest gunstig, en voor opkomende markten het minst gunstig. Ondanks het verwachte groeiherstel volgend jaar, zal de schade van 2020 op zijn vroegst in de loop van 2022 hersteld zijn. In meer ongunstige scenario's kan het zelfs nog veel langer duren voordat de wereldeconomie weer terug is op het niveau van begin 2020. Twee bepalende factoren voor welk scenario realiteit wordt, zijn de termijn waarop een vaccin of medicijn tegen het coronavirus breed beschikbaar komt, en of er vóór die tijd nog een 'tweede golf' van het coronavirus optreedt.

...Of is het herstel eigenlijk al begonnen...?

Afgaande op voorlopende indicatoren lijkt het er overigens niet op dat een economisch groeiherstel pas in 2021 zal intreden. Sterker nog, de eerste fase van groeiherstel lijkt al ingezet te zijn, te beginnen in China. Na een zware terugval in februari was het ondernemersvertrouwen daar in maart alweer terug op het niveau van begin 2020 en is het sindsdien alleen maar verder gestegen. In Europa en de VS werd het dieptepunt in de vertrouwensindicatoren in april bereikt, maar zijn deze inmiddels ook alweer grotendeels hersteld. De relatief gunstige ontwikkeling van deze indicatoren, met name aan producentenzijde, betekent niet dat het economische nieuws de komende tijd ook onverdeeld gunstig zal blijven. Aan consumentenzijde is het vertrouwen nog altijd ruimschoots lager dan aan het begin van de coronacrisis, en cijfers over o.a. werkloosheid en faillissementen zullen ongetwijfeld nog geruime tijd een deprimerend beeld blijven schetsen. Daarbij lijkt het coronavirus in de meeste Europese landen en in Azië inmiddels redelijk onder controle te zijn, maar dat geldt zeker niet voor opkomende markten (met name Latijns Amerika), en ook niet voor diverse staten in het zuiden van de VS (o.a. Florida, Texas en Arizona).

Eerste fase groeiherstel te danken aan afbouw 'lockdowns' en overheidsinterventies

Het relatief snelle groeiherstel na de zware inzinking in het voorjaar is natuurlijk in belangrijke mate toe te schrijven aan de afbouw van 'lockdowns' vanaf begin mei. Daarnaast speelt ook een andere factor een belangrijke rol. Sinds het begin van de 'lockdown'-periode (dat wil zeggen in Europa en de VS globaal vanaf half maart) hebben overheden op grote schaal geld uitgegeven om de terugval aan consumenten- en bedrijfszijde te compenseren. De snelheid en de schaal van de interventies van overheden zijn zondermeer verrassend te noemen, zeker gezien de politieke verhoudingen in zowel de VS als Europa. In de VS heeft het Congres het voortouw genomen bij het aanzwengelen van economisch

Terugblik

6 juli 2020

α.s.r.
de nederlandse
vermogens
beheerders

herstel, terwijl in Europa vooral Duitsland een scherpe draai heeft gemaakt in het begrotingsbeleid. Het heilige huisje van begrotingsevenwicht (de 'schwarze Null') heeft plaatsgemaakt voor een gapend gat in de begroting van minstens 7% van het Duitse BBP dit jaar. Daarnaast heeft Duitsland met Frankrijk het voortouw genomen om ook in Europees verband een stimuleringspakket (volgens de laatste voorstellen ter waarde van € 750 miljard) te realiseren. Dit pakket kan nog wel op enige weerstand rekenen uit o.a. Nederland, maar vormt een duidelijke stap richting verdere Europese economische integratie.

Het sterk verruimde begrotingsbeleid van overheden heeft weliswaar een recessie niet kunnen voorkomen, maar heeft wel de kans dat de coronacrisis een nieuwe 'Grote Depressie' zou inluiden aanzienlijk beperkt. De keerzijde is dat de grote begrotingstekorten op termijn zullen leiden tot hogere staatsschulden en daarmee een drukkend effect hebben op het economisch groeipotentieel. Daarbij zorgt de aanhoudende onzekerheid over het verdere verloop van het coronavirus ervoor dat ook de groeivoorzichten op kortere termijn, na de huidige eerste herstelfase, bovengemiddeld onzeker blijven. Bovendien beginnen 'oude' risicofactoren (handelsonderlog, Brexit) weer op te spelen en kan de aanloop naar de Amerikaanse presidentsverkiezingen in november voor additionele onrust zorgen. Per saldo voorzien we voor het tweede halfjaar van 2020 daarom een periode van meer gematigd groeiherstel dan in de afgelopen maanden.

Nog te vroeg voor zorgen over oplopende inflatie

Als gevolg van de vraaguitval tijdens de coronacrisis is de inflatiedruk afgenomen, zowel in Europa als in de VS. De effecten waren in het tweede kwartaal vooral goed zichtbaar op de oliemarkt, waar de verstoorde vraag-aanbodverhoudingen in april zelfs voor een tijdelijk negatieve olieprijs van bijna USD -40 zorgden. Per saldo is de inflatiedruk zowel in de eurozone als in de VS afgenomen tot net boven 0% (in juni 0,3% jaar-op-jaar in de eurozone en 0,1% jaar-op-jaar in de VS). De 'kerninflatie' (exclusief volatiele voedings- en energieprijzen) ligt nu rond 1% (0,8% jaar-op-jaar in de eurozone en 1,2% jaar-op-jaar in de VS).

Voor de komende tijd blijft de inflatiedruk naar verwachting aan de lage kant. Zolang de werkloosheid bovengemiddeld hoog blijft (en daarmee de looninflatie laag), is het risico van deflatie groter dan het risico van uit de hand lopende inflatie. Op termijn kan een combinatie van economisch groeiherstel, voortgaande 'deglobalisering' en oplopende begrotingstekorten en staatsschulden wel zorgen voor oplopende inflatiedruk, maar voor de komende tijd lijkt een potentieel 'stagflatie'- (of 'hyperinflatie'-) scenario ons weinig reëel.

Zit er nog een rem op het verruimende beleid van centrale banken?

De sterk verslechterde economische situatie als gevolg van de coronacrisis (en de daaruit volgende lage inflatiedruk) heeft niet alleen overheden, maar ook centrale banken aangezet tot grootschalige stimuleringspakketten. Aangezien de basisrentes in de meeste grote landen en regio's al eerder tot 0%, of zelfs daaronder, zijn teruggebracht, is de ruimte voor verdere renteverlagingen wereldwijd beperkt. Daarentegen hebben alle grote centrale banken de bestaande programma's van 'kwantitatieve verruiming' (of 'QE') verder uitgebreid, terwijl het in de periode vóór de coronacrisis juist de bedoeling was deze geleidelijk af te bouwen. De grootschalige monetaire verruiming gaat veelal hand in hand met de fiscale stimuleringspakketten van overheden. Centrale banken kopen daarbij niet alleen staatsobligaties op (zodat lange rentes laag blijven), maar ook in toenemende mate andere vastrentende beleggingscategorieën. 'Investment grade' bedrijfsobligaties vormden al langer onderdeel van de opkoopprogramma's van de ECB en de Fed, maar inmiddels koopt de Fed ook 'high yield'-obligaties. Zover is de ECB nog niet, maar het valt niet uit te sluiten dat daar nog verandering in komt. Overigens

zijn beide centrale banken nog niet zover als de Bank of Japan, die ook al langere tijd aandelen opkoopt als onderdeel van het Japanse 'QE'-programma.

De grootschalige monetaire stimulering leidt hier en daar tot gefronste wenkbrauwen en dan met name in Karlsruhe, waar het Duitse constitutionele Hof in mei een bom legde onder het 'QE'-programma van de ECB. De Duitse rechters eisten een verklaring van de ECB over de 'proportionaliteit' van dit programma. Als die er binnen drie maanden niet zou komen, zouden de Duitsers zich moeten terugtrekken uit het 'QE'-programma. Inmiddels is deze bom alweer effectief onschadelijk gemaakt in samenspel tussen de ECB, de Bundesbank en de Duitse regering. Daarmee ligt de weg open voor de ECB om op het ingeslagen pad door te gaan, en lijkt er voorlopig geen rem te zitten op eventuele verdere monetaire verruiming.

Financiële markten: aanhoudende 'search for yield' aannemelijk, maar voorzichtigheid blijft geboden

Voor de komende maanden voorzien we een verder doorzettend economisch groeiherstel, maar gaan we er wel vanuit dat het verloop meer gematigd zal zijn dan op dit moment. Het coronavirus is immers nog lang niet overal onder controle gebracht (bijv. VS, Latijns Amerika). Bovendien valt ook in andere regio's een 'tweede golf' later dit jaar niet uit te sluiten, zolang een vaccin en/of medicijn tegen 'Covid-19' niet breed beschikbaar is. Daarnaast zullen ook zonder een 'tweede golf' sommige economische sectoren (bijv. gerelateerd aan toerisme en vrije tijd) nog langdurig hinder ondervinden van de coronapandemie.

Financiële markten, en dan met name de meer risicovolle beleggingscategorieën, zijn het afgelopen kwartaal al op het huidige economische groeiherstel vooruit gelopen, al is de schade van het eerste kwartaal nog niet volledig ingelopen. Daarbij geldt met name voor aandelen dat deze met de combinatie van hogere koersen en lagere bedrijfswinsten nu eerder duur dan goedkoop lijken. Bedrijfsobligaties lijken in dat opzicht aantrekkelijker, en hebben bovendien als voordeel dat de ECB voorlopig als 'grote koper' op deze markt actief zal blijven. Gezien de combinatie van verbeterde economische vooruitzichten en op termijn oplopende staatsschulden, lijken rentes op staatsobligaties nog altijd fundamenteel te laag. Met de verbeterde economische vooruitzichten is ook de volatiliteit op financiële markten teruggelopen, al is deze nog wel altijd hoger dan in de maanden voor de coronacrisis. De onzekere vooruitzichten blijven wat ons betreft per saldo pleiten voor een niet al te uitgesproken tactische positionering.

Terugblik

6 juli 2020

a.s.r.
de nederlandse
vermogens
beheerders

Disclaimer

Dit document is samengesteld door ASR Vermogensbeheer N.V. (hierna a.s.r. vermogensbeheer). a.s.r. 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 a.s.r. 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 a.s.r. 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 a.s.r. 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, waar ook alle gegevens van a.s.r. vermogensbeheer kunnen worden geraadpleegd.