

Marktontwikkelingen september 2019

Herstel voor aandelen, bij hogere rentes

Aandelen lieten in september een sterk herstel zien, na een matig verlopen augustus. Rendementen op obligaties waren juist negatief: lange rentes daalden in september niet verder vanaf de dieptepunten van eind augustus.

Aandelenbeurzen stonden in september wereldwijd vrijwel zonder uitzondering op winst. De MSCI World Developed Markets-index behaalde een rendement van 2,7%. Amerikaanse aandelen en aandelen opkomende markten bleven licht achter bij het wereldwijde gemiddelde, met rendementen van respectievelijk 2,3% en 2,5%. De best presterende aandelenregio was Europa, met een rendement van 3,8%. Deze 'outperformance' lijkt mede toe te schrijven aan de aankondiging van ECB-voorzitter Draghi dat het eerder stopgezette programma van 'kwantitatieve verruiming' weer zal worden opgestart. Dit betekent dat de ECB de komende maanden weer zal beginnen met het opkopen van Europese staats- en bedrijfsobligaties. Opvallend genoeg leidde dit niet tot hogere koersen voor obligaties. Integendeel, Europese staatsobligaties leverden in september een rendement op van -0,4%, en bedrijfsobligaties presteerden nog slechter met -0,8%. De best presterende beleggingscategorie in september was beursgenoteerd vastgoed, met een rendement van maar liefst 5,7%. Mede daardoor was vastgoed ook over het hele derde kwartaal de beleggingscategorie met het hoogste rendement, op de voet gevolgd door Amerikaanse aandelen.

De rendementen van de verschillende beleggingscategorieën waren als volgt:

Rendementen (total return, in euro's)	september	3e kwartaal	2019	12 maanden
Bloomberg Barclays Eurozone Staatsobligaties	-0,4%	3,8%	10,0%	11,6%
Bloomberg Barclays Euro Bedrijfsobligaties	-0,8%	1,3%	6,8%	6,1%
Bloomberg Barclays Euro High Yield Bedrijfsobligaties	-0,1%	1,5%	9,4%	5,4%
MSCI Europe Onroerend Goed	5,7%	7,1%	9,3%	-4,0%
MSCI Europe Aandelen	3,8%	2,6%	19,2%	5,7%
MSCI North America Aandelen	2,3%	5,5%	26,0%	10,0%
MSCI Asia Pacific Aandelen	3,2%	2,7%	14,3%	3,1%
MSCI World Developed Markets Aandelen	2,7%	4,7%	23,3%	8,2%
MSCI Emerging Markets Aandelen	2,5%	-0,3%	11,0%	4,1%
EUR/USD	-0,5%	-4,0%	-4,6%	-5,9%

Economische groeivoorzichten verslechteren, vooral als gevolg van de 'trade war'

In de afgelopen maanden heeft zowel het IMF als de OECD de groeiverwachtingen voor de wereldeconomie opnieuw neerwaarts bijgesteld, voor zowel 2019 als 2020. Naar verwachting komt de wereldwijde economische groei in 2019 daarmee uit op het laagste niveau sinds 2009, op het dieptepunt van de financiële crisis. De situatie is nu wel veel minder dramatisch dan in 2009. Toen groeide de wereldeconomie met afgerond 0%. Met een verwachte groei van rond 3% voor 2019 is deze nu niet veel lager dan de gemiddelde groei over de afgelopen 10 jaar van ca. 3,5%. Voor 2020 verwacht zowel IMF als OECD weer een licht herstel ten opzichte van dit jaar.

De voornaamste reden voor de neerwaartse aanpassingen van de groeivoorzichten is de onzekerheid ten aanzien van de 'trade war' tussen de VS en (met name) China. Deze heeft de afgelopen tijd al voor een duidelijke groeivertraging gezorgd, zowel van de Amerikaanse en de Chinese als van de Europese

economie. De handelsoorlog treft alle betrokken economieën direct via een lagere bijdrage van uitvoer en invoer, en indirect via een afname van de bijdrage van bedrijfsinvesteringen, die worden uit- of afgesteld als gevolg van onzekerheid over het verdere verloop van de 'trade war'.

Politiek risico drukt op producentenvertrouwen

Afgezien van het handelsconflict zorgen ook de aanhoudende onzekerheid over 'Brexit' (met name voor de Europese landen en het VK zelf) en de toegenomen spanningen in het Midden-Oosten (met name als gevolg van de recente drone-aanval op de olie-installaties van Aramco in Saoedi-Arabië) voor afnemend vertrouwen in de nabije toekomst, vooral bij bedrijven. Dit is goed terug te zien in de ontwikkeling van indicatoren voor producentenvertrouwen, die wereldwijd nu al geruime tijd een gestage daling laten zien. Wel zijn er daarbij duidelijke verschillen tussen industrie en dienstverlening. De vooruitzichten voor de industrie worden aanzienlijk lager ingeschat dan die voor de dienstverlening. Dit lijkt direct toe te schrijven aan de handelsoorlog, die producenten van goederen meer raakt dan dienstverleners. Daarnaast zijn er ook verschillen op regio-niveau. In de VS is de ISM-index, de belangrijkste indicator voor het Amerikaanse producentenvertrouwen, in september voor het eerst in drie jaar onder de 'neutrale' 50-punten grens gezakt. Het producentenvertrouwen in de eurozone is in absolute zin nog lager dan in de VS. Dit is vooral te wijten aan de bijzonder matige ontwikkelingen in de Duitse (auto-) industrie. In China blijft het producentenvertrouwen rond 'neutrale' niveaus hangen. Wel moet worden opgemerkt dat de indicatoren voor producentenvertrouwen nog nergens op 'recessie'-niveaus staan, met uitzondering van die voor Duitsland.

Consumenten en overheden moeten de kar trekken

In deze fase van de economische cyclus wordt de groei vooral gedragen door bestedingen van consumenten. Die blijven in ieder geval vooralsnog goed op peil. Dat is zowel in de VS als in Europa in belangrijke mate te danken aan de sterke arbeidsmarkt. In de VS staat de werkloosheid nog altijd op een langjarig laagterecord, en ook in Europa blijft de werkloosheid gestaag verder dalen. Tenslotte dragen ook overheidsbestedingen positief bij aan de groei. Zeker in de Europese 'kern'-landen, zoals Nederland en Duitsland, is er mede dankzij de lage rente bovendien ruimte voor een nog meer expansief begrotingsbeleid. Onder andere centrale bankiers en instanties als het IMF dringen hier al langere tijd op aan, maar lijken nu ook gehoor te krijgen, zoals uit de plannen voor een investeringsfonds in Nederland en het 'klimaatactieplan' van de Duitse regering blijkt. Op korte termijn valt hier nog niet veel extra economische groei van te verwachten, maar op langere termijn kunnen meer overheidsinvesteringen wel tegenwicht bieden wanneer de economische groeivoorzichten verder zouden verslechteren.

Inflatiebeeld onveranderd, wel draai in monetair beleid

Zowel in de VS als in de eurozone is het feitelijke inflatiebeeld de afgelopen tijd niet wezenlijk veranderd. Jaar-op-jaar is de stijging van de consumentenprijzen in de VS licht afgenomen naar 1,7% en in de eurozone naar 1,0%. In de eurozone blijft ook de 'kerninflatie' (exclusief volatiele voedings- en energieprijzen) met 0,9% jaar-op-jaar onveranderd laag, maar in de VS is deze de laatste tijd wel relatief hard opgelopen, naar 2,4% jaar-op-jaar. Naar verwachting zullen stijgende loonkosten (resp. ca. 3% in de VS en 2,5% jaar-op-jaar in de eurozone) bijdragen aan opwaartse druk op de kerninflatie. De vooruitzichten voor de 'headline'-inflatie worden daarnaast mede bepaald door de ontwikkeling van de olieprijs, die weer mede afhangt van het risico van verdere escalatie in het Midden-Oosten, met name tussen Saoedi-Arabië en Iran.

Voor centrale banken heeft de combinatie van tegenvallende economische groeicijfers, toegenomen politiek risico en achterblijvende inflatie de afgelopen maanden gezorgd voor een opmerkelijke draai in het monetaire beleid. In de VS heeft de Fed de basisrente inmiddels in twee stappen met in totaal 50 basispunten verlaagd, terwijl tot voor kort juist nog op renteverhogingen werd gerekend. Als het gaat om de verwachting van verdere renteverlagingen hebben financiële markten een nog sterkere draai

gemaakt dan de Fed zelf. De Fed houdt de mogelijkheid open dat het bij twee renteverlagingen blijft, maar de markt rekent op minstens nog 2-3 renteverlagingen in de komende maanden.

Draghi zet nog één keer de geldkraan open, maar niet tot ieders tevredenheid

Ondertussen heeft ook scheidend ECB-voorzitter Mario Draghi nog eenmaal de geldkraan opgedraaid. In september voerde de ECB een weliswaar beperkte renteverlaging door (de Europese depositorente ging van -0,4% naar -0,5%), maar kondigde Draghi ook hervatting van het eerder stopgezette programma van 'kwantitatieve verruiming' ('QE') aan, met maandelijkse aankopen van staats- en bedrijfsobligaties van € 20 mld. Vooral opmerkelijk daarbij was dat hij geen einddatum verbond aan het aankoopprogramma: het is 'open-ended' en zal volgens Draghi pas stoppen vlak voor een eerste renteverhoging, die naar verwachting eerder nog jaren dan maanden op zich zal laten wachten.

De vraag is wel of Draghi met deze stappen niet te ver over zijn graf heeft geprobeerd te regeren. Hoewel een meerderheid van de stemgerechtigde ECB-bestuursleden Draghi steunden, was een aanzienlijke minderheid tegen, die gezamenlijk bovendien meer dan de helft van de bevolking en de economie van de eurozone vertegenwoordigt. Vooral DNB-voorzitter Klaas Knot sprak zich scherp uit tegen het besluit van de ECB, onder andere in een persbericht op de DNB-website, wat voor centrale bankiers hoogst ongebruikelijk is. Het is niet ondenkbaar dat aantredend ECB-voorzitter Christine Lagarde meer genegen is om de bezwaren van de monetaire 'hawks' binnen de ECB mee te wegen, al zal dit zeker op korte termijn nog niet tot een heel ander monetair beleid leiden dan haar voorganger voorstond.

Aanhoudende 'search for yield' door draai in monetair beleid?

Met de recente draai in het monetair beleid, zowel in de VS (renteverlagingen) als in de eurozone (renteverlaging plus 'kwantitatieve verruiming'), is het aannemelijk dat 'search for yield' een belangrijk thema blijft voor beleggers. Daarbij is met de lagere, en in de eurozone zelfs negatieve rentes, het aanhouden van cash relatief minder aantrekkelijk geworden. In beleggingsportefeuilles pleit dit voor een hogere weging van aandelen ten koste van cash. Gezien de nog altijd bovengemiddelde politieke risico's (met name handelsoorlog en Brexit), kiezen we wel voor een beperkte overweging in aandelen, en houden we ook nog altijd een licht overwogen positie in cash.

De combinatie van 'search for yield' en de aanstaande 'kwantitatieve verruiming' door de ECB, waarbij de ECB ook weer bedrijfsobligaties zal opkopen, is gunstig voor deze beleggingscategorie. Voor staatsobligaties geldt dat deze inmiddels te ver vooruit lijken te lopen op een recessie-scenario, terwijl zij ook in historisch perspectief uitgesproken onaantrekkelijk gewaardeerd zijn. Tenslotte kan Europees beursgenoteerd vastgoed profiteren van 'search for yield', maar is deze categorie kwetsbaar wanneer rentes zouden oplopen en voor meer incidentele factoren, zoals eerder dit jaar de dreiging van 'rent controls' in Duitsland.

Terugblik

7 oktober 2019

a.s.r.
de nederlandse
vermogens
beheerders

Disclaimer

Deze presentatie 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 waardes 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.