

Update beleggen juli 2015

Twijfels over China

In mijn column van april 2014 schreef ik al dat wij onze twijfels hadden over de ontwikkelingen in China. Daarbij stelde ik dat het hedendaagse China verdacht veel lijkt op het Japan van de jaren tachtig van de vorige eeuw. In Japan ging het eind jaren tachtig erg mis, hetgeen zich onder andere vertaalde in sterk dalende aandelenkoersen en instortende vastgoedprijzen. Er waren enorme bubbels opgeblazen die vervolgens weer leeg liepen. Het Japanse groeiwonder bleek toch minder fantastisch te zijn dan iedereen destijds dacht.

In China zijn de schulden de laatste jaren enorm opgelopen, vooral ook de schulden van de (staats-) bedrijven. Er is enorm veel geïnvesteerd, maar niet altijd even doordacht. Daarnaast vernemen we steeds vaker dat grote internationale bedrijven (bijvoorbeeld autofabrikanten) te kampen hebben met omzetsdalingen in China. Ook de export van China daalt sterk; volgens de meeste recente cijfers met 8% op jaarbasis.

Tegelijkertijd groeit de Chinese economie volgens de officiële cijfers nog steeds met 7% op jaarbasis. Dat valt eigenlijk niet goed met elkaar te rijmen. Als de binnenlandse consumptie en de export dalen dan is 7% groei van de economie bijna niet meer geloofwaardig. Steeds meer partijen gaan twijfelen aan wat er nu echt in China gebeurt. Het gebrek aan transparantie begint zich te wreken want financiële markten houden niet van onzekerheid. De aandelenbeurzen in Azië daalden dan ook de laatste weken en beginnen de markten wereldwijd te beïnvloeden.

Ook de Chinese beurzen zijn na een zeer sterke stijging over het afgelopen jaar in juni begonnen met een forse daling. Dat hoort nu eenmaal bij aandelenbeurzen, die kunnen af en toe erg beweeglijk zijn. Echter, de Chinese overheid heeft particulieren sterk gestimuleerd om te gaan beleggen. Dat verklaarde deels ook de sterke stijging van de beurs, maar een overheid die haar burgers oproept om te investeren in aandelen is vragend om het creëren van luchtballonnen.

Toen vervolgens in juni inderdaad de daling zich inzette kwam de Chinese overheid met allemaal maatregelen om de daling te stoppen. Ze legde de handel in sommige aandelen stil om te voorkomen dat ze verder zouden dalen, begon zelf aandelen op te kopen en verbood grootaandeelhouders om hun aandelen te verkopen.

Hoewel ongetwijfeld goed bedoeld, ondermijnen dit soort maatregelen volledig het vertrouwen in een beurs. Beurzen moeten vrij kunnen bewegen (hoe vervelend ook, als het omlaag gaat) en partijen moeten in principe altijd hun aandelen kunnen verkopen. Dat blijkt op de Chinese beurzen dus niet echt zo te zijn.

Tel daarbij op de onduidelijkheid over de economische ontwikkelingen in China en dan hebben we een mix die leidt tot onrust op de financiële markten. Wij denken dat China wel weer met extra stimuleringsmaatregelen zal komen, maar de vragen en twijfels (en daarmee de onrust op de Chinese beurzen) zullen niet snel weg gaan. De aandelenbelangen in China binnen onze modelportefeuilles zijn om deze redenen nog steeds zeer beperkt.

Michel Engbers
Directeur Investment Office

Inhoudsopgave

Terugblik tweede kwartaal	3
Aandelenmarkten	3
Griekenland blijft de gemoederen bezig houden	3
Obligatiemarkten	4
Vooruitzichten derde kwartaal	5
Vooruitzichten aandelen	5
Beleggingskeuzes aandelen	5
Vooruitzichten obligaties	6
Beleggingskeuzes obligaties	6
Modelportefeuilles	7
Resultaten modelportefeuilles tweede kwartaal	7
Modelportefeuilles niet aangepast	7
Digitaal onze adviezen opvolgen	7

Terugblik tweede kwartaal

Het afgelopen kwartaal zijn op zowel de aandelen- als de obligatiemarkten de koersen met iets meer dan 4% gedaald. Regionaal waren er wel wat verschillen, u leest hier onderstaand meer over.

Aandelenmarkten

Wereldwijd daalden de aandelenkoersen in Euro's met meer dan 4%. Het herstel van de Euro – een stijging van bijna 4% ten opzichte van de US Dollar en bijna 6% ten opzichte van de Japanse Yen – had relatief veel invloed.

- In Europa waren de ogen vooral gericht op Griekenland (zie ook 'Griekenland blijft de gemoederen bezighouden'). De constante onzekerheid van een mogelijk Grieks faillissement en/of uittreding uit de Euro muntunie nam de aandacht weg van de licht verbeterde macro-economische cijfers. De aandelenkoersen daalden gemiddeld met 4,5%.
- Een vergelijkbare daling was zichtbaar in Noord Amerika: aandelenkoersen daalden in Euro's gemeten met 4,1%. In US Dollar gemeten bleven de koersen nagenoeg gelijk. Dit beeld past ook bij de economische ontwikkeling; in het tweede kwartaal waren er weinig opvallende cijfers.
- In de Opkomende landen daalden de aandelenkoersen met gemiddeld 4%. Veel opkomende landen hebben een (groot) deel van de schulden in US Dollars gefinancierd. Omdat de dreiging van toekomstige renteverhogingen in de Verenigde Staten wat naar de achtergrond is verdwenen (en daarmee een stijging van de US Dollar), is de uitstroom van kapitaal uit de opkomende landen beperkt gebleven.
- In de regio Azië Pacific daalden de aandelenkoersen met 5,7%. De regio heeft vooral last van China waar de aandelenbeurzen na een fenomenale stijging in de eerste twee maanden van het kwartaal in juni vervolgens een vrije val doormaakten. Ondanks het feit dat de beurzen nog fors hoger staan dan aan het begin van het jaar, nemen de zorgen toe. De vraag rijst of alle maatregelen die de Chinese overheid neemt om de beurzen te steunen het gewenste effect zullen hebben.

- In Japan lieten de aandelenkoersen in Euro's de minste daling zien, namelijk 0,8%. In Japanse Yen gemeten was er zelfs sprake van een stijging van ruim 5%. De daling van de Japanse Yen ten opzichte van de Euro is goed voor de positie van Japanse exportondernemingen.

Griekenland blijft de gemoederen bezig houden

In de Eurozone was het vooral Griekenland dat het nieuwsbeeld heeft bepaald. Maandenlang heeft de Griekse overheid met haar schuldeisers (de Eurogroep, de Europese Centrale Bank en het Internationaal Monetair Fonds) onderhandeld over het verkrijgen van financiële steun in ruil voor verregaande hervormingen en bezuinigingen. Ondanks het Griekse "Nee" in het referendum van 5 juli over een deal met Europa is er uiteindelijk op 13 juli toch een akkoord gesloten. Griekenland krijgt een derde steunprogramma van rond de 85 miljard Euro. Daarvoor moet Griekenland een aantal ingrijpende maatregelen nemen, waaronder:

- het BTW-stelsel moet worden aangepast waardoor de overheid meer belastinginkomsten ontvangt;
- de pensioenleeftijd moet worden verhoogd tot 67 jaar;
- de onafhankelijkheid van het Griekse statistiekbureau moet gewaarborgd worden;
- er moet automatisch bezuinigd worden indien begrotingsdoelstellingen niet worden behaald.

Het nieuwe steunpakket voor Griekenland is inmiddels onder andere door het Duitse parlement goedgekeurd, echter bijvoorbeeld de onderhandelingen over de deelname door het IMF lopen nog. In Griekenland zelf leeft onder de bevolking grote weerstand tegen het gesloten akkoord dat in de ogen van velen een slechtere deal is dan het voorstel uit het referendum. Het is dus nog geen gelopen race, maar een "Grexit" (het uittreden van Griekenland uit de Euro) is voorlopig voorkomen.

De directe effecten van alles wat zich in Griekenland afspeelt zijn beperkt. Indirect spelen de ontwikkelingen natuurlijk wel een rol. U zag daarvan de effecten op de aandelen- en obligatiemarkten in het tweede kwartaal.

Regionale aandelenrendementen 1 april 2015 tot 30 juni 2015 (in %)



Bron: Bloomberg en/of Morningstar

Obligatiemarkten

De rentes in Europa zijn in het tweede kwartaal relatief fors opgelopen. Dit lijkt twee oorzaken te hebben: een technische reactie en twijfel over de invulling van het opkoopprogramma van de ECB.

Allereerst de technische reactie: beleggers lijken tot de conclusie te zijn gekomen dat de rentestand van sterke Europese landen, met Duitsland als belangrijkste ankerpunt, neerwaarts was doorgeslagen. Hoewel de lage rentestand vooral het gevolg was van het vertrouwen in de sterke kredietwaardigheid van Duitsland, past een dergelijke lage rentestand op de lange termijn niet goed bij de economische situatie en de vooruitzichten. Het oplopen van de rente was derhalve niet het gevolg van minder vertrouwen in Duitsland - dat immers gezien wordt als de economische groeimotor van Europa.

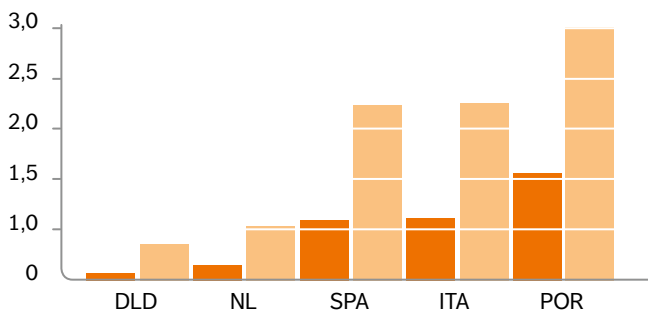
Daarnaast was er de twijfel over de invulling van het opkoopprogramma van de ECB. Maandelijks koopt de ECB voor 60 miljard Euro aan obligaties. Ondanks dat de ECB niet vooraf aankondigt welk type, noch welke hoeveelheden obligaties zij opkoopt, waren er signalen dat de ECB zich wel eens meer zou kunnen gaan richten op overheidsobligaties van zwakkere landen. De perikelen in Griekenland zouden invloed kunnen hebben op de hervormings- en bezuinigingsprogramma's in andere Zuid-Europese landen. Het gevolg hiervan (minder begrotingsdiscipline) zou dan kunnen leiden tot oplopende rentes. Het vermoeden bestond dat de ECB genoodzaakt zou zijn meer van deze obligaties op te kopen om daarmee de rentestijging wat te beperken.

Al met al zorgde dit voor een stijging van de rente in de meeste Europese landen.

De meeste obligatiecategorieën hebben door de gestegen rente een negatief of zeer beperkt positief rendement behaald.

- De grootste daling was voor overheidsobligaties in de Eurozone. Doordat de rente van de meeste grote Europese landen relatief hard is opgelopen, daalden de koersen met ruim 5%. Wereldwijd daalden de obligatiekoersen van overheden met 2,5%.
- Bedrijfsobligaties daalden zowel in Europa als wereldwijd iets minder dan 3%. De gestegen rente was vooral van invloed op overheden en minder op ondernemingen.
- Bij obligaties van opkomende landen was het rendement 0,1%.
- Hoogrentende obligaties was dit kwartaal de best presterende obligatiecategorie met een rendement van 0,4%. Gezien het hogere risicokarakter van dit type obligaties moet ook dit rendement echter wel als "tegenvallend" beschouwd worden.

Rentestanden in Europa 2^e kwartaal versus het 1^e kwartaal 2015 (in %)

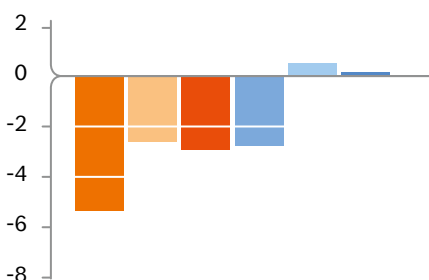


	DLD	NL	SPA
Q1 2015	0,18%	0,34%	1,21%
Q2 2015	0,76%	1,04%	2,30%

	ITA	POR
Q1 2015	1,24%	1,69%
Q2 2015	2,33%	3,00%

Bron: Bloomberg en/of Morningstar

Rendement obligatiecategorieën 1 april 2015 tot 30 juni 2015 (in %)



- Overheid Europa -5,4%
- Overheid wereldwijd -2,5%
- Bedrijfsobligaties Europa -2,9%
- Bedrijfsobligaties wereldwijd -2,8%
- Hoog rentende obligaties 0,4%
- Opkomende landen 0,1%

Bron: Bloomberg en/of Morningstar

Vooruitzichten derde kwartaal

Doordat de rente in veel regio's in historisch perspectief erg laag staat en op de middellange termijn mogelijk wat oploopt, lijken de vooruitzichten voor aandelenbeleggingen positiever dan voor andere beleggingscategorieën waaronder obligatiebeleggingen.

Vooruitzichten aandelen

In Europa ontwikkelt de economische situatie zich licht positief. Niet alleen in Duitsland maar ook bijvoorbeeld in Engeland en Spanje zien we de economie aantrekken. In Nederland is dit zichtbaar in bijvoorbeeld de opbloeiende huizenmarkt. De positieve ontwikkelingen zullen op termijn ook effect hebben op de omzetverwachtingen en uiteindelijk de resultaten van Europese ondernemingen. De vooruitzichten voor aandelenbeleggingen in Europa zijn dan ook positief.

In de Verenigde Staten beweegt de economie zich zijwaarts, de economische groei is over het tweede kwartaal iets lager uitgekomen dan verwacht. Daartegenover staat dat de arbeidsmarkt - een indicator die sterk meegewogen wordt bij de bepaling of de rente verhoogd wordt - zich positief blijft ontwikkelen. De dreiging van een renteverhoging in de loop van dit jaar hangt nog altijd boven de markt.

In de regio's Azië Pacific en Opkomende landen spelen verschillende zaken, in het bijzonder de economische ontwikkeling van China en de mogelijke renteverhoging in de Verenigde Staten. China is voor veel landen in de regio alsmede opkomende landen in andere delen van de wereld een belangrijk afzetgebied. De meest recente ontwikkelingen in China zijn niet positief. Er wordt sterk getwijfeld of China in staat zal zijn de zo door de Chinese overheid begeerde 7% economische groei de komende jaren zal weten te behalen.

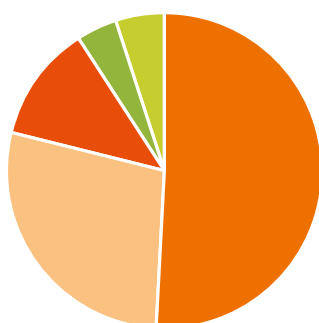
Anderzijds zijn veel landen in de regio's Azië en Opkomende landen afhankelijk van de renteontwikkeling in de Verenigde Staten. Doordat er veel in USD geleend is, zal een rentestijging kunnen leiden tot hogere lasten. Daarnaast bestaat de kans dat veel in de regio geïnvesteerd buitenlands kapitaal terug zal vloeien naar de Verenigde Staten indien de waarde van de USD oploopt door een rentestijging.

Beleggingskeuzes aandelen

Aandelenbeleggingen bieden op de langere termijn goede kansen. Wij houden rekening met toenemende beweeglijkheid van de koersen. In onze (ongewijzigde) positionering hanteren wij de volgende uitgangspunten;

- de economische vooruitzichten in Europa zijn nog steeds het meest positief;
- vanwege de hoge volatiliteit (volatiliteit is een maatstaf voor beweeglijkheid en daarmee een indicator voor risico) van aandelenbeleggingen blijft een goede regionale spreiding in een beleggingsportefeuille belangrijk;
- het dividendrendement op aandelen is aantrekkelijk, met name in vergelijking met het rendement op andere beleggingscategorieën;
- door de verbeterde economische omstandigheden zijn er voor ondernemingen kansen om de omzetten en winstmarges weer iets te verhogen. De waardering van aandelen, de koers/winst-verhouding, is historisch gezien dan ook niet extreem hoog;
- aandelen bieden ondanks het hogere risico goede kansen voor veel beleggers die een wat hoger rendement zoeken.

Regionale verdeling aandelen per 30 juni 2015 (in %)



Europa	51%
Noord Amerika	28%
Opkomende landen	12%
Azië Pacific	4%
Japan	5%

Bron: Bloomberg en/of Morningstar

Vooruitzichten obligaties

Het rendementsvooruitzicht voor obligatiebeleggingen in Europa is beperkt. De rentevergoeding op obligaties is nog steeds historisch gezien laag. Doordat de rente in het tweede kwartaal relatief sterk is opgelopen, kan echter niet uitgesloten worden dat dit weer iets corrigeert. De rente daalt dan waardoor de koersen van obligatiebeleggingen weer oplopen. Doordat de renteontwikkeling mede door externe factoren beïnvloed wordt, zoals de situatie in Griekenland en het opkopen van obligatiebeleggingen door de ECB, is het verwachte rendement op obligatiebeleggingen op de korte termijn moeilijk voorspelbaar.

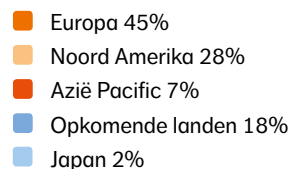
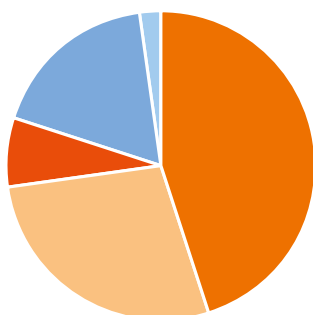
In de Verenigde Staten is de kans op het verhogen van de officiële rente in het najaar reeds ingecalculleerd door de markten. De vraag is niet zozeer wanneer de eerste verhoging zal worden doorgevoerd maar vooral welke verwachting de FED zal afgeven voor het tempo van de volgende verhogingen. Omdat de FED in haar beleid vooral rekening houdt met de economische ontwikkelingen, verwachten wij echter geen sterk oplopende rente.

Beleggingskeuzes obligaties

In de beleggingskeuzes voor obligaties is dit kwartaal niets aangepast. Wij houden vast aan de neutrale weging en spreiding over regio's alsmede over meerdere obligatiecategorieën. Wij hanteren de volgende uitgangspunten;

- obligaties in Azië en de Opkomende landen leveren een goede bijdrage aan de risico-/rendementsverhoudingen;
- bedrijfsobligaties bieden een beter rendementsperspectief dan overheidsobligaties;
- "inflation linked" obligatiebeleggingen dragen bij aan het verminderen van het risico in de modelportefeuille;
- het rendement van hoogrentende obligaties weegt op tegen het hogere risico bij dit type obligaties;
- spreiding is belangrijk en vermindert de kwetsbaarheid voor een eventuele rentestijging.

Regionale verdeling obligaties per 30 juni 2015 (in %)



Bron: Bloomberg en/of Morningstar

Modelportefeuilles

Resultaten modelportefeuilles tweede kwartaal

Na het goede eerste kwartaal was het beleggingsresultaat in het tweede kwartaal negatief. Het rendement op zowel obligatie- als aandelenbeleggingen is in vergelijkbare mate gedaald. In het neutrale profiel (profiel 3: 50% obligaties, 50% aandelen) is het rendement in het tweede kwartaal van 2015 uitgekomen op -2,36% na kosten. Over de eerste helft van 2015 is het rendement in alle profielen positief, in profiel 3 is dit 6,85%.

Modelportefeuilles niet aangepast

In het tweede kwartaal van 2015 hebben wij de modelportefeuilles niet aangepast. Ons laatste advies van maart 2015, waarbij wij de overweging van aandelenbeleggingen hebben teruggebracht, blijft gehandhaafd. Hiermee zijn de wegenen weer teruggebracht naar de neutrale (standaard) wegenen binnen uw beleggingsprofiel.

Voor onze klanten die gebruik maken van het gemak van vermogensbeheer zijn de aanpassingen van maart automatisch doorgevoerd. Onze adviesklanten hebben hierover in maart bericht gekregen.

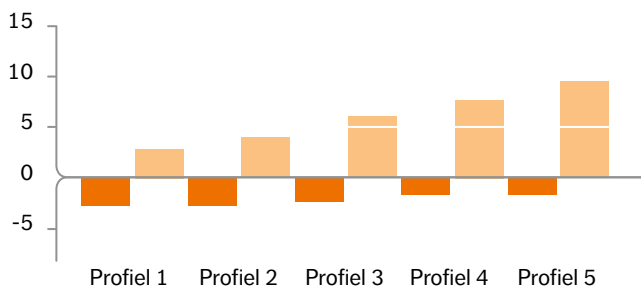
U kunt ons laatste advies vinden op nn.nl/toelichtingadvies

Digitaal onze adviezen opvolgen

Belegt u in Amstfund of Flexfund en heeft u ons advies nog niet opgevolgd? Ons advies voor de samenstelling van uw portefeuille vindt u op uw persoonlijke internetpagina nn.nl/inloggen-beleggen Hier kunt u ons advies eenvoudig online opvolgen.

Rendementscijfers zijn na kosten (1,38% gemiddelde doorlopende kosten). Het "totaal rendement sinds start (2003) en over 5 jaar" is opgebouwd uit het rendement per kwartaal en gaat er vanuit dat dit rendement in een volgend kwartaal geherinvesteerd wordt. Zie www.nn.nl voor een volledig overzicht van de rendementen. De hierboven genoemde rendementscijfers zijn resultaten uit het verleden en vormen geen betrouwbare indicator voor de toekomst.

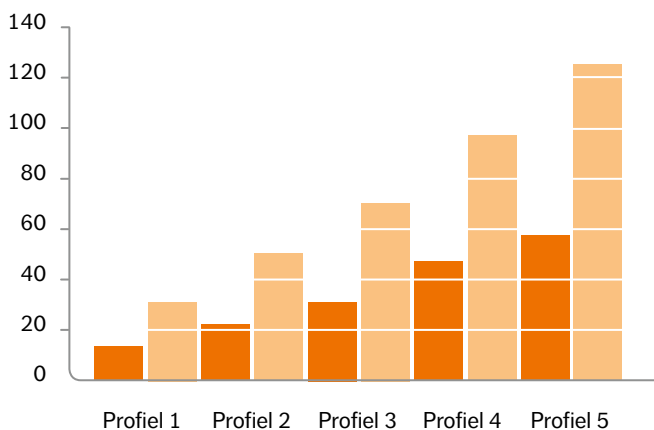
Rendement 2^e kwartaal 2015 en gemiddeld per jaar over de laatste 5 jaar (in %)



	Profiel 1	Profiel 2	Profiel 3
Q2 2015	-2,68%	-2,65%	2,36%
5 jaar (per jaar)	2,81%	4,29%	5,94%
	Profiel 4	Profiel 5	
Q2 2015	-2,12%	-2,04%	
5 jaar (per jaar)	7,88%	9,66%	

Bron: Bloomberg en/of Morningstar

Totaalrendement sinds start en over de laatste 5 jaar (in %)



	Profiel 1	Profiel 2	Profiel 3
5 jaar	14,88%	23,40%	33,46%
Sinds start	33,87%	51,75%	69,19%
	Profiel 4	Profiel 5	
5 jaar	46,11%	58,61%	
Sinds start	97,67%	124,61%	

Bron: Bloomberg en/of Morningstar