

Update beleggen april 2016

Twijfels bij beleid centrale banken

In mijn column van juli 2014 schreef ik al over de doelstellingen en acties van de Europese Centrale Bank (ECB). Vanaf juni 2014 moeten banken rente betalen om geld te stallen bij de ECB; ze 'krijgen' een negatieve rente. Inmiddels is die rente nog drie keer verlaagd tot min 0,4% op jaarbasis.

Ook de centrale bank van Japan heeft inmiddels een negatieve rente ingevoerd en veel staatsobligaties wereldwijd kennen eveneens een negatieve rente. Als je daarin belegt moet je betalen; een bijzonder vreemde situatie. Inmiddels zijn er al een paar Nederlanders met een hypotheek waarop ze geen rente meer betalen maar rente ontvangen, de wereld op zijn kop.

Het belangrijkste doel dat de centrale banken willen bereiken met die lage/negatieve rentes, is het stimuleren van de inflatie/voorkomen van deflatie. Dat moet bereikt worden door de economische groei aan te jagen; als de rente heel laag is zouden bedrijven en consumenten meer uit moeten gaan geven.

Er wordt echter steeds meer getwijfeld of dat wel zo gaat werken. Als bedrijven bijvoorbeeld geen goede investeringen zien of twijfelen over het economisch herstel, dan gaan ze geen schulden aan, hoe laag de rente ook is. Daarnaast zijn er ook neveneffecten die de economische groei nu juist drukken. Als particulieren bijna geen rente krijgen op hun spaarrekening, dan krimpt qua koopkracht hun vermogen. Daardoor gaan ze wellicht nog meer sparen, wat slecht is voor de economische groei.

Tegelijkertijd is de extreem lage rente ook nadelig voor pensioenfondsen die hun dekkingsgraden steeds verder zien dalen. De berichtgeving daarover leidt tot onzekerheid bij consumenten en daarmee tot lagere bestedingen. Daarnaast moeten wellicht de pensioenen binnenkort weer gekort worden. Ook dat is vanzelfsprekend negatief voor de uitgaven van met name gepensioneerden. Kortom, steeds vaker vragen economen zich af of het beleid van de centrale banken wel zal slagen en of het middel niet erger is dan de kwaal.

Eén ding is zeker, de centrale banken kunnen niet in hun eentje alles oplossen en dat geven ze ook continu aan. Overheden zullen met hervormingen en stimuleringsmaatregelen moeten komen anders gaat het niet lukken om de economische groei structureel aan te jagen en de inflatie te laten stijgen.

Michel Engbers
Directeur Investment Office

Inhoudsopgave

Terugblik eerste kwartaal	3
Aandelenmarkten	3
Obligatiemarkten	4
Vooruitzichten 2016	5
Vooruitzichten aandelen	5
BREXIT	6
Vooruitzichten obligaties	6
Helikoptergeld	7
Modelportefeuilles	8
Resultaten modelportefeuilles eerste kwartaal	8

Terugblik eerste kwartaal

2016 is moeizaam begonnen. Aandelenkoersen daalden in de eerste drie maanden wereldwijd met ruim 3%. Alleen de regio 'opkomende landen' steeg licht. In de andere regio's was het resultaat negatief. Obligatiebeleggingen profiteerden onder meer van de gedaalde rente en behaalden wel positieve rendementen. Hieronder leest u per aandelenregio en per obligatiecategorie meer over de ontwikkelingen.

Aandelenmarkten

Op de aandelenmarkten zorgden een aantal zaken voor grote bewegingen. Een belangrijke factor in deze veranderingen was (wederom) de ontwikkeling in China. Zo gingen de koersen van de Chinese aandelenbeurzen in januari een paar keer fors onderuit. De rest van de wereld reageerde hier negatief op. Ook de maatregelen van centrale banken wereldwijd drukten net als voorgaande kwartalen hun stempel op de financiële markten.

In het begin van het kwartaal hebben wij de aandelenbelangen in Europa iets verlaagd en in Noord Amerika opgehoogd. Reden hiervan was dat wij de economische situatie en vooruitzichten stabiel vonden. Europa bleef na de aanpassing wel de grootste regio. Ook hebben we een Japan fonds vervangen dat niet langer voldeed aan onze selectiecriteria. De beleggingsresultaten van dit fonds bleven achter bij concurrerende fondsen in dezelfde categorie. Wij waren minder positief over de toekomstverwachtingen.

- In Europa daalden aandelenkoersen met ruim 5%. Daarmee was Europa de slechtst presterende regio. Hoewel er geen direct tegenvallende economische cijfers waren, vond de ECB de vooruitzichten minder positief. Wij verwachten dat de groeivoorzichten voor de economie enigszins verslechterd zijn en de kans op deflatie is iets toegenomen. Op basis hiervan heeft de ECB de groeiramingen voor 2016 verlaagd. Samengevat

genoeg reden voor de ECB om in maart de rente verder te verlagen en andere stimuleringsmaatregelen door te voeren. U leest meer over deze stimuleringsmaatregelen onder de kop 'Helikoptergeld' verderop in deze kwartaalupdate.

- Aandelenkoersen in Noord Amerika daalden met 3% minder hard dan in Europa. De economie in Noord Amerika blijft gestaag groeien, echter in een relatief laag tempo. Dit was voor de FED één van de redenen om aan te geven dat zij de rente in 2016 maar twee keer in plaats van vier keer zal verhogen.
- De regio opkomende landen was de uitzondering; aandelenkoersen stegen met 1%. Deze stijging is niet direct gebaseerd op verbeterde economische omstandigheden in de regio maar meer een correctie op de daling in 2015. Het stabiliseren van de meeste grondstofprijzen heeft een positieve impuls gegeven in dit kwartaal.
- In de Pacific daalden aandelenkoersen met bijna 2%. Binnen deze regio was het weer Japan dat met 8% daling de grootste negatieve uitschieter was. Berichten van de centrale Bank van Japan dat ze de economie zou blijven stimuleren, werden negatief opgepakt door beleggers. Zij vinden dat de economie blijkbaar niet zo goed draait als gehoopt. Daarbij was er teleurstelling over het uitblijven van concrete maatregelen. Beleggers willen geen woorden maar daden.

Regionale aandelenrendementen 1 oktober 2015 tot 31 december 2015 (in %)



Bron: Bloomberg en/of Morningstar

Obligatiemarkten

Obligatiebeleggingen deden het goed in het eerste kwartaal. Alle categorieën zoals getoond in de tabel onderaan deze pagina lieten een stijging zien van 2,5% tot 3,9%. Dit was vooral te danken aan de daling van de rentestanden. In Europa doordat de ECB het pakket maatregelen heeft uitgebreid en in Noord Amerika doordat de FED het aantal verwachte renteverhogingen in 2016 naar twee heeft teruggebracht. U leest meer over deze stimuleringsmaatregelen onder de kop 'Helikoptergeld' verderop in deze kwartaalupdate.

De ontwikkeling van de 10-jaars rentestanden hebben zich in het eerste kwartaal van 2016 ten opzichte van 2015 als volgt ontwikkeld:

10 jaar rentestanden	31 december 2015	31 maart 2016
Nederland	0,79%	0,36%
Duitsland	0,63%	0,15%
Noord Amerika	2,18%	1,63%

Bron: Bloomberg en/of Morningstar

- De best presterende categorie was Obligaties van Opkomende landen. Het rendement van deze categorie was 3,9%. Oorzaak van deze goede resultaten waren onder meer de herstellende grondstofprijzen en een lagere US Dollar-koers ten opzichte van de euro. De lagere US Dollar-koers zorgde ervoor dat overheden en bedrijven die schulden hebben in dollars lagere financieringskosten hebben.

Voor alle obligatiecategorieën buiten de Eurozone geldt dat het rendement gedrukt werd door de stijging van de koers van de Euro. Het rendement gemeten in US Dollar zou in alle gevallen 5% hoger zijn.

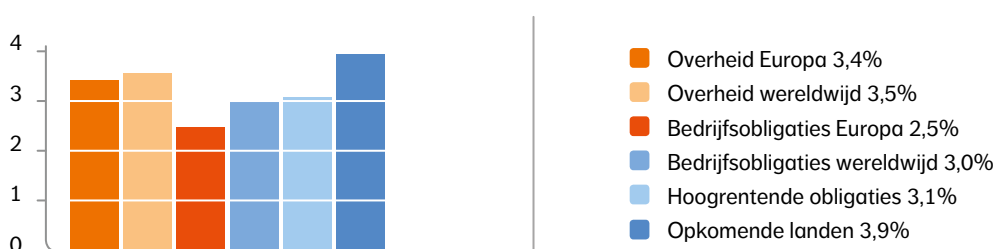
	31 december 2015	31 maart 2016
Olieprijs (Crude oil)	\$37,04	\$38,34
Euro - Dollar koers	1,09	1,14
Euro - Yen koers	130,64	128,11
3 maands Euribor	-0,13%	-0,24%

Bron: Bloomberg en/of Morningstar

Wij hebben dit kwartaal geen aanpassingen aangebracht in de obligatiekeuzes.

- Het rendement op Overheidsobligaties bedroeg ongeveer 3,5%. Dit is het directe gevolg van de dalende rentes. Vooral in Noord Europa is de rentestand weer op "all time low" niveaus terecht gekomen. In Zuid-Europese landen is de rente juist wat opgelopen.
- Door het economisch herstel en de gedaalde rentestanden behielden Bedrijfsobligaties een rendement van 2,5% in Europa tot 3% wereldwijd. Het uitbreiden van het aankoopbeleid van de ECB naar bedrijfsobligaties droeg hier ook aan bij.
- Hoogrentende obligaties behielden een rendement van 3,1%. De stabilisatie van de grondstofprijzen, en dan vooral de olieprijs, droeg bij aan dit rendement. De risico-opslag ten opzichte van overheidsobligaties, wijzigde niet beduidend.

Rendement obligatiecategorieën 1 januari 2016 tot 31 maart 2016 (in %)



Bron: Bloomberg en/of Morningstar

Vooruitzichten 2016

Onze inschatting van de vooruitzichten voor 2016 zijn voor aandelen redelijk positief en voor obligatiebeleggingen neutraal. Bij beide hierboven genoemde beleggingscategorieën zijn er een aantal aandachtspunten. Voor aandelenbeleggingen zal de focus liggen op het herstel van de economische groei. Consumenten gaan weer meer besteden en dat moet leiden tot een groei van de economie. Bij obligatiebeleggingen is de kans op een stijgende rente de grootste bedreiging. De maatregelen van de ECB zorgen ervoor dat de kans op een rentestijging in de Eurozone relatief klein lijkt te zijn.

Vooruitzichten aandelen

Ondanks de turbulente start van dit jaar is onze mening over aandelenbeleggingen niet gewijzigd. Aandelen blijft de beleggingscategorie met het beste rendementsperspectief voor 2016. De voornaamste redenen hiervoor zijn onder andere het hoge dividendrendement en de aantrekkelijke waarderingen van aandelen. Een punt van zorg is dat zowel het IMF als de Wereldhandelsorganisatie WTO uitgaan van een wereldeconomie die met 3% niet al te hard groeit. In hun publicaties sturen beide instanties aan op het maken van beleid en het opzetten van aanvullende maatregelen gericht op economische groei.

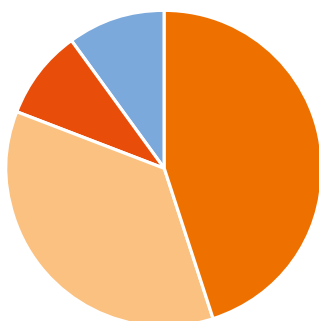
De vooruitzichten voor de regio Europa zijn onveranderd positief ook al heeft de ECB de economische groeiverwachtingen voor de Eurozone recent nog verlaagd. Dat komt door de lage rente die leidt tot gunstige financieringsvoorwaarden voor bedrijven. Daarnaast zien we dat veel beursgenoteerde bedrijven een relatief hoog dividend blijven uitkeren. De gestegen Eurokoers lijkt iets minder impact te hebben doordat de binnenlandse vraag toeneemt. Europa wordt daardoor minder afhankelijk van de export. Toch blijft export belangrijk waardoor grote valutabewegingen wel degelijk gevolgen zullen hebben.

In Noord Amerika wordt vooral gelet op de FED. Bij de aankondiging van het verminderen van het aantal verwachte renteverlagingen (van vier naar twee) wees de FED op de kwetsbare economische situatie in een aantal Aziatische- en opkomende landen en op de lage grondstofprijzen. Al met al stellen de meeste cijfers over de economische ontwikkeling zeker niet teleur. Om deze reden hebben we dan ook besloten om in januari de weging van Noord Amerika iets te verhogen. We houden in die regio nog wel een minder groot aandeel aan dan de benchmark. We schenken komend kwartaal extra aandacht aan de activiteiten in de fusie- en overname markt in Amerika. Door veranderende wet- en regelgeving staan fusies en overnames onder druk. Een voorbeeld hiervan is het afblazen van de overname van farmaceut Allergan door Pfizer. Amerikaanse bedrijven kunnen niet meer zonder gevolgen het hoofdkantoor verplaatsen naar landen waar het fiscaal voordeliger is.

Ondanks dat wij wat kritischer zijn over Japan houden wij de weging van de regio Pacific neutraal. Consument gerelateerde sectoren zoals de automotive sector en de voedingsmiddelenbranche zijn kansrijk door het gestegen consumentenvertrouwen. De stabiliserende grondstofprijzen zijn positief voor de regio. Als Japan de stimuleringsmaatregelen concreter weet te maken, kunnen deze gaan bijdragen aan herstel van de economie.

Dankzij het stabiliseren van de grondstofprijzen verbetert de situatie in een aantal opkomende landen. Het stoppen van de vrije val van de olieprijs geeft wat rust in olie-afhankelijke landen. Ondanks dat de waarderingen wat aantrekkelijker zijn geworden in 2015 blijft het risico voor aandelenbeleggingen in opkomende landen door de hoge beweeglijkheid bestaan.

Regionale verdeling aandelen per 31 maart 2016 (in %)



- Europa 45%
- Noord Amerika 36%
- Pacific 9%
- Opkomende landen 10%

Bron: Bloomberg en/of Morningstar

BREXIT

In Europa speelt een mogelijke Brexit; het uittreden van Groot-Brittannië uit de Europese Unie. Vooral in Engeland wordt een verhitte discussie gevoerd door voor- en tegenstanders. Tegenstanders vanuit het bedrijfsleven hebben hun zorg geuit dat een Brexit de handel met Europa voor hen bemoeilijkt wordt. Niet eerder is er een land uit de EU is getreden. Ondanks dat dit onbekend terrein is, wordt de schade voor Groot-Brittannië door deze groep tegenstanders begroot op een totaal van 20 miljard Euro en op 5% minder economische groei in de 5 jaar na uittreding. Voorstanders wijzen daarentegen op de nadelen en kosten van het lidmaatschap van de Europese Unie. Op 23 juni 2016 kan de Britse bevolking zich in een referendum over de mogelijke Brexit uitspreken.

In onze aandelenselectie hebben wij belangen in Groot-Brittannië. Wij volgen de discussie nauwgezet en zullen mogelijk de positionering aanpassen indien wij daar aanleiding toe zien. Als we kijken naar de algemeen heersende verwachting dan vinden wij het waarschijnlijker dat Groot-Brittannië in de EU blijft en er dus geen Brexit zal plaatsvinden.

Vooruitzichten obligaties

De vooruitzichten voor obligatiebeleggingen worden vooral bepaald door de monetaire ontwikkelingen. De ECB breidt het pakket aan stimuleringsmaatregelen uit. De FED geeft aan dat het aantal verwachte renteverhogingen wordt beperkt. In een persconferentie in maart dit jaar geeft Gouverneur Kuroda aan dat de centrale Bank van Japan er alles aan doet om de economie te stimuleren. Allemaal factoren die ervoor zorgen dat de rente daalt en naar verwachting langere tijd laag blijft. Een verandering van koers (lees stijgende rente) kan grote gevolgen hebben voor obligatiebeleggers. Wij blijven uitgaan van een goede spreiding over de verschillende obligatiecategorieën. Zowel in regionaal opzicht als over de verschillende typen obligaties.

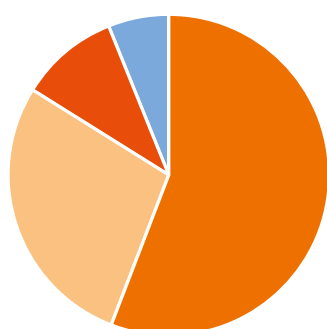
Door de maatregelen van de ECB verwachten we dat er in Europa geen aanleiding is dat de rente zal gaan stijgen.

Zowel de economische groeiverwachtingen als de inflatieverwachtingen geven hier geen aanleiding toe. Ook de rentevergoeding op overheidsobligaties is laag, in enkele gevallen zelfs negatief. Dit zorgt ervoor dat de kans op een hoog rendement zeer beperkt is. Wij houden dan ook een overweging in bedrijfsobligaties aan ten opzichte van overheidsobligaties.

In de Verenigde Staten is de verwachting van oplopende rentes ingedamd. De FED heeft in de officiële berichtgeving de verwachting van het aantal renteverhogingen in 2016 teruggebracht van vier naar twee. Uit de notulen van de FED vergaderingen (gepubliceerd op 6 april 2016) waaruit de meningen van de voorzitters van de verschillende staten te herleiden zijn, lijkt de kans op sterke renteverhogingen af te nemen. Wel zien we in de Verenigde Staten dat de inflatieverwachtingen wat toenemen. Met onze keuze voor "inflatie gekoppelde obligatiebeleggingen" spelen we hier op in. Dit zijn beleggingen die een hoger rendement behalen naarmate de inflatieverwachting oploopt.

In de regio's Pacific en Opkomende landen zal door het aantrekken van de economie het rendement op obligatiebeleggingen wat hoger kunnen zijn. Ook de stabilisatie van de grondstofprijzen speelt hierbij een rol. Omdat de grondstofprijzen een grillig koersverloop kennen, is het risico in deze regio's ook hoger. Daarnaast speelt het valutarisico een rol. Veel landen hebben een deel van de staatsschuld in US Dollar gefinancierd. De situatie in Japan is anders. Daar wordt doorlopend gehint op het uitbreiden van het opkoopprogramma (zonder specifiek aan te geven hoe) van de centrale Bank van Japan. Dit leidt tot een rentedrukkend effect. Maar ook in Japan geldt dat het renteniveau dusdanig laag en voor enkele looptijden zelfs negatief is dat het rendementsperspectief beperkt is.

Regionale verdeling obligaties per 31 maart 2016 (in %)



- Europa 56%
- Noord Amerika 28%
- Pacific 10%
- Opkomende landen 6%

Bron: Bloomberg en/of Morningstar

Helikoptergeld

Ben Bernanke, de voorzitter van de Amerikaanse centrale bank tussen 2006 en 2014, kreeg er zijn bijnaam door: Helikopter Ben, een bijnaam die zeker niet liefkozend bedoeld was. Want wat Bernanke tijdens een lezing in 2002 aan zijn luisteraars vertelde was dat een centrale bank zelfs zou kunnen overgaan tot het "geven van geld aan iedere Amerikaan, zonder tegenprestatie en zonder terugbetalingsverplichting". Vrij vertaald: het uitstrooien van geld vanuit een helikopter om daarmee de economie te stimuleren.

Deze vergelijking doet zich nu weer voor. Mario Draghi, de voorzitter van de ECB, kondigde op 10 maart 2016 aan dat de ECB haar stimuleringsprogramma verder zou gaan uitbreiden. De ECB trekt (bijna) alle registers open:

- De depositorente voor banken gaat van -0,3% naar -0,4% waarmee het voor banken duurder wordt om geld bij de ECB te stallen;
- Er komt een nieuwe financieringsronde voor banken die voor langere tijd tegen een negatieve rente geld kunnen lenen;
- Het opkoopprogramma wordt uitgebreid van 60 naar 80 miljard Euro per maand;
- Naast staatsobligaties worden nu ook bedrijfsobligaties opgekocht.

Aanleiding tot deze reeks van maatregelen was het verlagen van de groeiverwachtingen voor de Eurozone van 1,7% naar 1,4% voor 2016 en de dreiging van deflatie. Dit wordt veroorzaakt door de lage olieprijs en de moeizame economische ontwikkelingen in opkomende landen.

De omvang van de uitbreiding van de maatregelen was volgens beleggers groter dan verwacht. Het gaf hen echter niet het vertrouwen om meer te investeren. Hierdoor rijst de vraag: gaat het echt zo slecht in de Eurozone dat deze maatregelen nodig zijn? Of geloven beleggers niet langer in de heilzame werking van nog meer geld in het systeem pompen? Ondanks dat de economie minder hard groeit en de inflatie ver onder het door de ECB gewenste niveau van 2% ligt, is de economische situatie in veel Eurozone landen nog niet zo slecht. De verklaring zou dus kunnen zijn dat het "nog meer geld beschikbaar stellen" aan bedrijven en daarmee indirect aan consumenten niet tot nog meer bestedingen gaat leiden.

De weg die de ECB ingeslagen is, zal voorlopig gecontinueerd worden. Mario Draghi voorziet voor langere tijd lage rentes. De grote vraag is hoe lang beleggers het vertrouwen houden dat dit soort monetaire maatregelen succesvol zullen zijn. De (recente) geschiedenis kent beide uitkomsten; in de Verenigde Staten is het tot op heden succesvol, de economie is daar duidelijk hersteld. In Japan probeert men al 20 jaar op gelijksoortige wijze de economie aan te zwengelen, hier zonder duurzaam succes.

Wij zijn van mening dat de invloed van de ECB dusdanig sterk is dat er de komende tijd een positief effect van uit blijft gaan. Vooral aandelenkoersen kunnen hiervan profiteren.

Modelportefeuilles

Resultaten modelportefeuilles eerste kwartaal

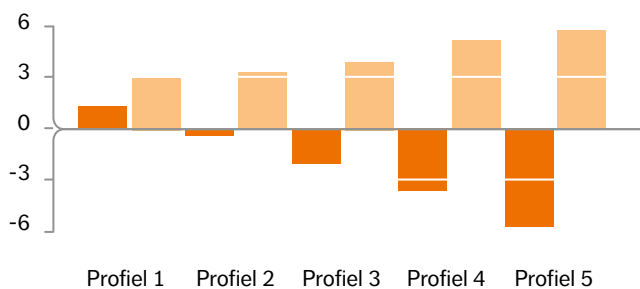
Het beleggingsresultaat was in het eerste kwartaal in de meeste profielen negatief. In het neutrale profiel (50% obligaties, 50% aandelen) is het rendement uitgekomen op -2,11% na kosten.

Modelportefeuilles voortaan automatisch aangepast

In Beheerd Beleggen worden alle mutaties automatisch voor u doorgevoerd. Uw heeft hier geen omkijken meer naar.

Rendementscijfers zijn na kosten (1,4% kosten). Het "rendement 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 waarde van uw beleggingen kan fluctueren. In het verleden behaalde rendementen bieden geen garantie voor de toekomst.

Rendement 1^e kwartaal 2016 en gemiddeld per jaar over de laatste 5 jaar (in %)

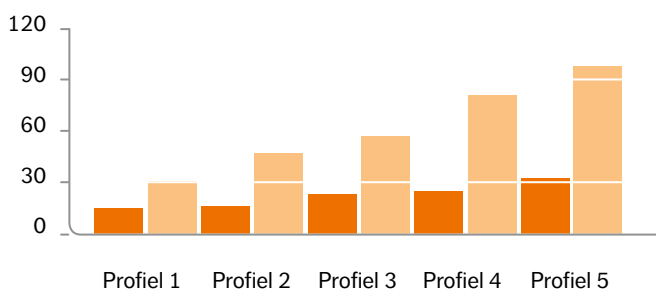


	Profiel 1	Profiel 2	Profiel 3
Q1 2016	1,28%	-0,44%	-2,11%
5 jaar (per jaar)	2,98%	3,44%	4,15%

	Profiel 4	Profiel 5
Q1 2016	-3,97%	-5,82%
5 jaar (per jaar)	5,04%	5,87%

Bron: Bloomberg en/of Morningstar

Totaal rendement sinds start en over laatste 5 jaar (in%)



	Profiel 1	Profiel 2	Profiel 3
5 jaar	15,84%	18,43%	22,57%
Sinds start	32,76%	46,55%	58,73%

	Profiel 4	Profiel 5
5 jaar	27,89%	33,00%
Sinds start	80,43%	99,56%

Bron: Bloomberg en/of Morningstar