

Update juli 2014

Beleggen

Waar is de Europese Centrale Bank (ECB) mee bezig?

Op 5 juni heeft de Europese Centrale Bank (vanaf nu afgekort naar ECB) opnieuw drastische maatregelen aangekondigd. De rente is nog verder verlaagd en als banken geld willen stallen bij de ECB dan moeten ze daar voor het eerst in de geschiedenis 0,1% op jaarbasis voor betalen. Daarnaast kunnen banken bijzonder goedkoop geld lenen van de ECB om dat weer uit te lenen aan bedrijven.

De ECB doet dit om een aantal begrijpelijke redenen. Zo is er de angst voor deflatie die er in Europa kan ontstaan. Het inflatiecijfer in Europa is gedaald tot een niveau van 0,5% in juni en in een aantal Zuid-Europese landen is er nu al sprake van deflatie. Deflatie betekent dat geld steeds meer waard wordt in plaats van steeds minder (bij inflatie). En dus aankopen steeds goedkoper worden. Gevolg daarvan kan zijn dat consumenten en bedrijven hun aankopen gaan uitstellen wat weer slecht is voor de economie. Waarom zou je nu goederen kopen als je morgen voor hetzelfde geld nog meer goederen kunt kopen?

Daarnaast hebben overheden en consumenten nog steeds heel veel schulden. Bij deflatie worden ook die schulden steeds meer waard wat de kredietwaardigheid van deze partijen niet ten goede komt. Een redelijke inflatie zorgt er juist voor dat schulden steeds minder waard worden.

Daarom doet de ECB er echt alles aan om deflatie tegen te gaan, en streeft de ECB op langere termijn naar een inflatie van bijna 2% op jaarbasis. Als de maatregelen die op 5 juni werden aangekondigd onvoldoende effect hebben, dan volgen vermoedelijk nog drastischer maatregelen. De ECB wil absoluut voorkomen dat we in de Eurozone Japan achterna gaan. Een land waar de economie al meer dan 20 jaar praktisch stilstaat onder andere als gevolg van een hardnekkige deflatie.

Er is een officiële term voor het beleid dat de ECB toepast, namelijk financiële repressie. In de geschiedenis is dit beleid bijvoorbeeld toegepast na de Tweede Wereldoorlog. De verwachting is dat de ECB de rente in ieder geval de komende anderhalf jaar zeer laag zal houden.

Michel Engbers
Directeur Investment Office

Samenvatting

- De economische vooruitzichten zijn positief
- Europese Centrale Bank (ECB) blijft ondersteunen
- Spreiding van obligatiebeleggingen onverminderd belangrijk
- Aandelenbeleggingen kansrijk

In het afgelopen kwartaal zijn de economische omstandigheden licht verbeterd. De economische groei trekt in een aantal Europese landen aan. Producenten en consumenten zijn iets positiever over de toekomstige economische ontwikkelingen. In de Verenigde Staten viel de groei over het eerste kwartaal tegen de verwachting in negatief uit. Dit wordt gezien als een tijdelijk effect als gevolg van de strenge winter.

De Europese Centrale Bank (ECB) heeft de beleggingsmarkten een duwtje in de rug gegeven met een aantal maatregelen. Een van die maatregelen is het verder verlagen van het officiële rentetarief van de ECB om deflatie tegen te gaan en de economie te stimuleren. Hiermee laat de ECB haar daadkracht zien door te blijven ingrijpen als de situatie daarom vraagt. Gevolg van de maatregel is dat zowel de korte als de lange marktrente weer verder is gedaald. Dit heeft een gunstig effect gehad op de obligatiekoersen.

Het is moeilijker geworden om obligaties te vinden met een aantrekkelijk rendement en een acceptabel risico. Om een mogelijke stijging van de rente beter op te kunnen vangen, is spreiding over verschillende obligatiecategorieën belangrijk.

Ook de aandelenmarkten hebben door het ingrijpen van de ECB een impuls gekregen. Beleggers vinden de waardering van veel bedrijven nog steeds interessant, mede in combinatie met de aantrekkende economie. Aandelenbeleggingen zijn naar onze mening onder de huidige omstandigheden kansrijk.

Modelportefeuilles ongewijzigd

Na 2 april 2014 zijn de modelportefeuilles niet meer aangepast. Heeft u dit advies (nog) niet opgevolgd en wilt u onze toelichting op de meest recente samenstelling van de

modelportefeuille nog eens bekijken? Ga dan naar nn.nl/toelichtingadvies en lees de achtergrond van de samenstelling van de modelportefeuilles.

Digitaal onze adviezen opvolgen

Belegt u in Flexfund of Amstfund? Op uw persoonlijke pagina kunt u onze beleggingsadviezen bekijken. Deze kunt u als u wilt opvolgen. Ook vindt u er de toelichting op ons advies. U vindt uw persoonlijke pagina op www.nn.nl/inloggen Belegt u in een van onze vermogensbeheerdiensten? Dan zijn alle aanpassingen automatisch voor u uitgevoerd.

Marktontwikkelingen obligaties

In het tweede kwartaal zijn obligatiekoersen verder opgelopen. Het ingrijpen van de ECB speelde in Europa hierbij een belangrijke rol. De aangekondigde maatregelen hadden tot gevolg dat rentes verder gedaald zijn. Het effect hiervan zien we in diverse obligatiecategorieën terug.

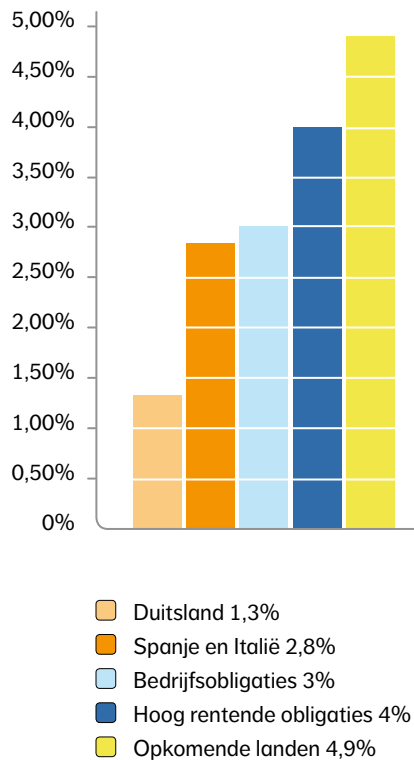
Bij obligatiebeleggingen noemt men het verwachte rendement de yield (Hierin zit naast de couponopbrengst ook het effect van koersverschillen verwerkt.) Als obligatiekoersen stijgen dan zakt de yield. De yield is in bijna alle obligatiecategorieën teruggelopen. Dit is minder gunstig voor nieuwe obligatie investeringen omdat het verwachte rendement lager is.

In de Eurozone wordt de rente in Duitsland als belangrijkste maatstaf gehanteerd. De 10 jaars rente in Duitsland is gedaald tot 1,3%. Hieruit kunnen we afleiden dat beleggers het meeste vertrouwen in dit land hebben.

Maar niet alleen in Duitsland is de rente gedaald. Ook in Spanje en Italië is de rente fors gedaald. Deze lage rente lijkt echter niet het gevolg te zijn van de economische ontwikkelingen. Als landen niet kunnen voldoen aan de terugbetalingsverplichting, dan is er een sterk vertrouwen dat de ECB zal bijspringen.

Ook de koersen van bedrijfsobligaties en de meer risicovollere categorieën zoals hoog rentende obligaties en obligaties uit opkomende landen profiteerden van de dalende rente. De koersen stegen en de yield daalde.

Yield obligatiecategoriën (verwacht rendement)



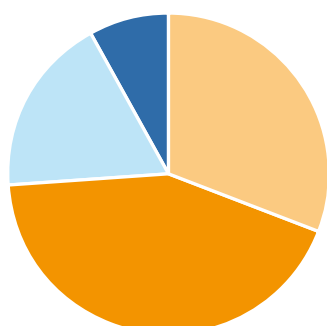
Beleggingskeuzes obligaties

Uw Investment Office heeft in het afgelopen kwartaal geen aanleiding gehad om de positionering aan te passen.

Het blijft belangrijk om een goede spreiding over verschillende obligatie categorieën in de portefeuille aan te houden. Bij de samenstelling van het obligatiedeel van onze modelportefeuille hebben we naar de volgende punten gekeken:

- **Regionale spreiding:** Wereldwijd zijn er grote verschillen in economische ontwikkeling. Door het toepassen van een goede regionale spreiding kan het risico van obligatiebeleggingen verder verlaagd worden.
- **Obligaties uit opkomende landen:** De economische vooruitzichten in de opkomende landen zijn verbeterd. De landen en bedrijven in deze regio profiteren hiervan. Internationale beleggers hebben hierop gereageerd door hun investeringen in deze landen niet verder terug te brengen. Dit leidt ertoe dat de kapitaaluitstroom uit deze landen is gestopt. Ook valutabewegingen die hierdoor ontstaan beïnvloeden het rendement. Het hoge rendement compenseert het hogere risico.
- **Korte gemiddelde looptijd:** Obligaties met een langere looptijd bieden over het algemeen een hoger rendement. Deze obligaties zijn gevoeliger voor rentestijgingen omdat de terugbetaling van de hoofdsom pas later plaatsvindt. Om dit risico te compenseren houden wij in onze modelportefeuilles obligaties aan met een gemiddeld kortere looptijd.
- **Bedrijfsobligaties:** Door de sterke financiële positie en de goede vooruitzichten van bedrijven zijn bedrijfsobligaties een interessante obligatiecategorië met een aantrekkelijk rendement en een acceptabel risico.
- **Hoog rentende obligaties:** Het hoge rendement maakt beleggen in ondernemingen met een lagere kredietwaardigheid interessant. Omdat dit hoge rendement een gevolg is van een hoger risico beleggen we slechts een klein deel van de modelportefeuille in dit type obligatie.

Verdeling obligatiecategoriën



- Overheid 31%
- Bedrijfsobligaties 43%
- Hoog rentende obligaties 18%
- Opkomende landen 8%

Rentevooruitzichten

Omdat de ECB in juni een aantal maatregelen heeft genomen dat ervoor zorgt dat er meer liquiditeit in de markt komt (meer geld beschikbaar komt) verwachten wij dat de korte rente (korter dan een jaar) voorlopig op hetzelfde lage niveau blijft. De langere rente wordt meer beïnvloed door de economische ontwikkeling en inflatieverwachtingen. Wij verwachten dat de langere rente de komende maanden stabiel blijft of een lichte stijging zal laten zien.

Marktontwikkelingen aandelen

Wereldwijd was de stijging voor aandelen in het tweede kwartaal ruim 4,7%. Aandelen deden het dus relatief goed. De Verenigde Staten en Japan presteerden marktconform en Europa zat met een stijging van 2,5% onder het gemiddelde. Azië-Pacific en opkomende landen zaten beide met ruim 6% boven het gemiddelde.

Een opvallend sterk presterende aandelen categorie was de groep Frontier Markets. Dit betreft landen zoals Nigeria, Saoedi Arabië, Bulgarije, Sri Lanka en Argentinië. Met Frontier Markets worden over het algemeen landen bedoeld met een kleinere economie die de potentie hebben de komende jaren bovengemiddeld te groeien. Na een stijging in het eerste kwartaal kwam er in het tweede kwartaal bijna 10% stijging bovenop. Dit maakt de groep Frontier Markets tot een van de sterkst presterende aandelen categorieën in het eerste half jaar.

Beleggingskeuzes aandelen onveranderd

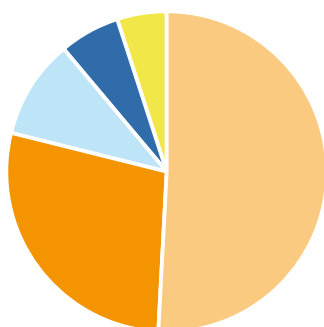
In het tweede kwartaal hebben we geen aanleiding gezien om de regionale verdeling aan te passen. Het zwaartepunt van de modelportefeuilles ligt in Europa waar de aantrekkelijke economie kansen voor het bedrijfsleven biedt.

In de Verenigde Staten was er een teleurstellende economische krimp van 2,9% in het eerste kwartaal. Deze krimp werd veroorzaakt door de strenge winter die met name de consumenten uitgaven beperkt heeft. Men staat daar nu voor de grote uitdaging om in de rest van 2014 sterk te groeien om daarmee de groeiprognoses van circa 2,1% (prognose van de centrale bank; de Federal Reserve) op jaarbasis te realiseren.

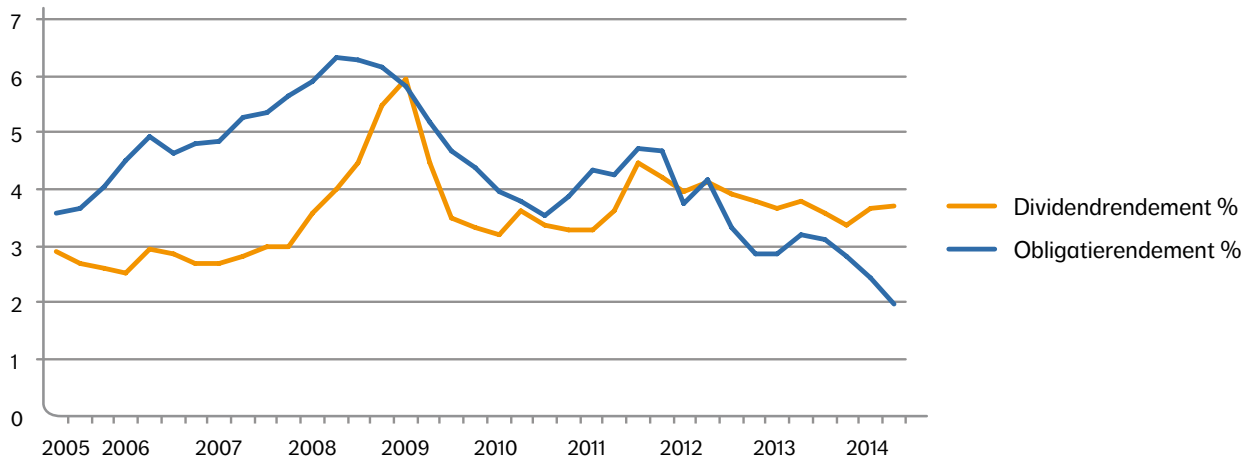
De groei in Azië-Pacific en in de opkomende landen lijkt hersteld nu de kapitaaluitstroom is gestopt. De angst bij beleggers dat de rente in de Verenigde Staten snel zou oplopen zorgde eerder voor een periode van desinvesteringen in Azië-Pacific en opkomende landen.

In Japan is het afwachten of de stimuleringsmaatregelen (pompen van geld in de economie) gevolgd gaan worden door structurele hervormingen. Zo wil de Japanse regering onder andere de arbeidsmarkt liberaliseren en regelgeving beperken. Zodat bedrijven meer gaan investeren en consumenten meer gaan uitgeven. Dit is nodig om de economische groei verder aan te jagen.

Geografische verdeling aandelen



Dividendrendement versus rendement bedrijfsobligaties (BBB)



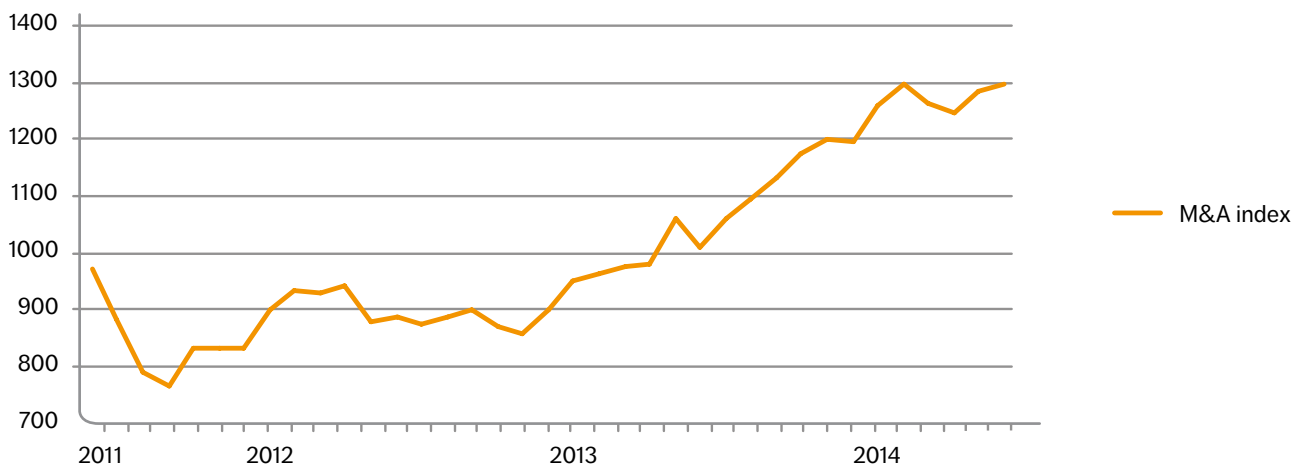
Dividendrendement

Bedrijven keren een steeds groter deel van de winst uit als dividend. Nu de rente zo laag is, wordt 'dividend' een steeds belangrijkere factor voor beleggers om te investeren in bedrijven met een sterke financiële positie. Daarmee is het dividendrendement een belangrijk deel van het totale rendement van aandelen. Het gemiddelde dividendrendement van aandelen in Europa ligt circa 1% boven het gemiddelde rendement op bedrijfsobligaties.

Fusies en overnames

Ook de fusie- en overname activiteiten (merger and acquisition) spelen een belangrijke rol in het beleggerssentiment. Tot dusver is er in het eerste half jaar van 2014 wereldwijd voor \$ 1.700 miljard aan fusies en overnames gerealiseerd. Vooral in de farmaceutische industrie zijn de laatste weken een aantal grote overnames aangekondigd. Met overnames proberen bedrijven synergievoordelen (kostenbesparingen) te behalen. Ook zijn overnames

Wereldwijde fusies en overnames (M&A) index



steeds vaker fiscaal gedreven. Zo moeten Amerikaanse bedrijven vennootschapsbelasting betalen op overtollige liquide middelen die ze vanuit hun buitenlandse dochterondernemingen overhevelen naar de Verenigde Staten. In plaats van hierover belasting te betalen gebruiken ondernemingen dit geld liever voor het uitbreiden van de onderneming door overnames in het buitenland.

Overnames gaan vaak gepaard met het opkopen van beursgenoteerde aandelen van een onderneming. Hierdoor wordt er in veel gevallen een premie bovenop de beurskoers betaald. De grafiek op pagina 5 toont de wereldwijde koersontwikkeling over de laatste 3 jaar van bedrijven die betrokken waren bij een fusie en/of overname.

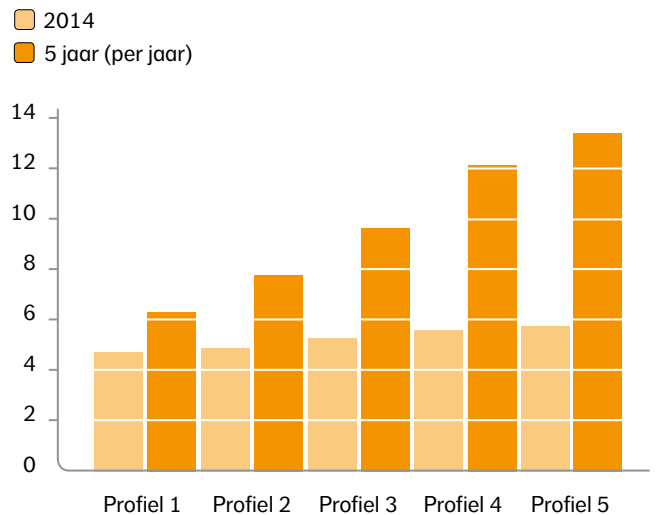
Aandelen kansrijk

Naast dividendrendement en fusies en overnames speelt de waardering van aandelen een belangrijke rol. Hiervoor zijn verschillende maatstaven te gebruiken. Een algemeen geaccepteerde waarderingsmaatstaf is de koers/winst-verhouding. Deze geeft weer hoeveel keer de winst per aandeel betaald wordt. Als we deze maatstaf loslaten op een grotere groep bedrijven dan kan er vanuit historisch perspectief een mening gevormd worden of aandelen aantrekkelijk gewaardeerd zijn. Natuurlijk spelen sectorale verschillen, economische bewegingen en de kansen voor andere beleggingscategorieën een rol. In het huidige klimaat vinden wij dat wereldwijd aandelen aantrekkelijk geprijsd zijn.

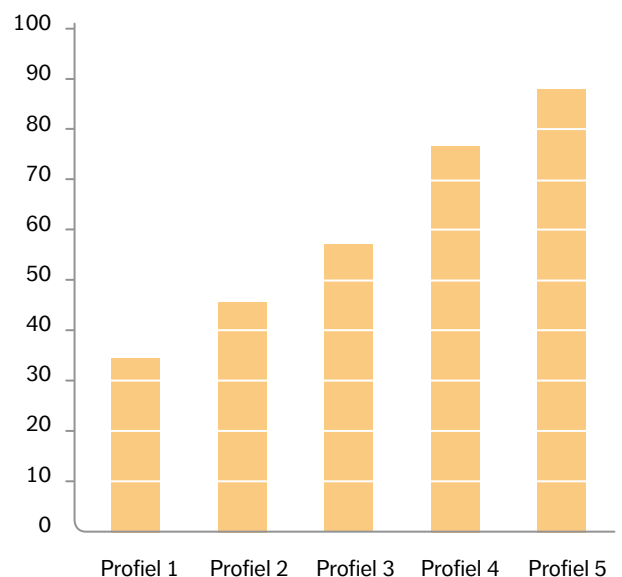
Resultaten modelportefeuilles

In het tweede kwartaal was het rendement in alle modelportefeuilles wederom positief. In het neutrale profiel (50% obligaties en 50% aandelen) is het rendement over het eerste half jaar van 2014 opgelopen tot 5,2% na kosten.

Rendement 1^e halfjaar 2014 en gemiddeld per jaar over de laatste 5 jaar (in %)



Totaal rendement laatste 5 jaar (in %)



Rendementscijfers zijn na kosten (1,5% gemiddelde doorlopende kosten). Het 'totaal rendement over 5 jaar' is opgebouwd uit het rendement per jaar (begin jaar 2009) en gaat er vanuit dat dit rendement in een volgend jaar 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.