

Update januari 2015 Beleggen

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

Dit was de titel van mijn column in de Update Beleggen van juli 2014. Daarin schreef ik al dat er meer maatregelen zouden volgen indien de op 5 juni 2014 aangekondigde acties van de ECB onvoldoende effect zouden hebben.

De ECB heeft inderdaad net (op 22 januari) een omvangrijk extra pakket aan maatregelen aangekondigd om de economie in de Eurozone verder te stimuleren. Er gaat met ingang van maart dit jaar maandelijks voor 60 miljard Euro aan obligaties opgekocht worden door de centrale banken van de Eurozone en de ECB gezamenlijk. Een omstrede stap voor de ECB. Hierdoor zal de prijs van obligaties waarschijnlijk verder stijgen hetgeen zich vertaalt in een nog lagere rente in de Eurozone. De ECB wil er echt alles aan doen om deflatie tegen te gaan en de rente in de Eurozone laag te houden om zo de economie te stimuleren. Immers, een lage rente leidt tot lagere lasten voor overheden, bedrijven en particulieren met schulden.

Daarnaast is het mooi meegenomen dat door de aanvullende maatregelen de Euro sterk onder druk staat. Dit heeft tot gevolg dat bedrijven uit de Eurozone een betere internationale concurrentiepositie krijgen omdat hun producten goedkoper worden ten opzichte van producten die bijvoorbeeld in de VS en China geproduceerd worden. Dit geeft de economie eveneens een zetje in de rug.

Tevens worden door een lagere Euro geïmporteerde goederen en diensten duurder, waardoor de inflatie in de Eurozone een impuls krijgt.

Onder andere de centrale bankiers van Duitsland, Oostenrijk en Nederland hebben tegen de nieuwe maatregelen gestemd. Deze partijen zijn van mening dat de nieuwe acties (nog) niet nodig waren omdat de rente in de Eurozone al op het laagste niveau ooit staat. Daarnaast bestaat in hun ogen het gevaar dat sommige landen in de Eurozone hierdoor nog minder de neiging zullen hebben om pijnlijke maar noodzakelijke maatregelen door te voeren. In onze ogen terechte zorgen.

Feit is wel dat vergelijkbare maatregelen die eerder door de centrale bank van de Verenigde Staten (de FED) zijn genomen lijken te hebben gewerkt met als gevolg dat de economie in de VS inmiddels weer stevig groeit. Dat verklaart deels waarom er binnen de ECB toch een meerderheid is gevonden om deze vrij radicale vervolgstap te zetten. Met name de zuidelijke landen waren voorstanders. De tijd zal het leren, maar het is in ieder geval niet bevorderlijk voor de stabiliteit van de Eurozone en de ECB dat de centrale bankiers binnen de ECB zich steeds meer opdelen in twee verschillende kampen die tegenover elkaar lijken te staan.

Michel Engbers
Directeur Investment Office

Onderwerpen kwartaalupdate

- Geen aanpassingen aan modelportefeuilles
- Beursjaar 2014 in cijfers
- Sterke economische groei in de Verenigde Staten, Europa blijft achter
- Deflatie 'dwingt' Europese Centrale Bank tot QE
- Rentes in Europa op historisch lage niveaus
- Vooruitzichten en positionering aandelen en obligaties
- Resultaten modelportefeuilles

Modelportefeuilles niet aangepast

De modelportefeuilles zijn niet aangepast. De laatste aanpassingen dateren van oktober vorig jaar en betroffen onder meer het verhogen van de weging van aandelenbeleggingen en het verlagen van de weging van obligatiebeleggingen. Dit mede met het oog op de ook door ons verwachte aanvullende maatregelen van de ECB die onlangs zijn aangekondigd. Wij hebben u hierover in de vorige kwartaalupdate geïnformeerd.

Wilt u de toelichting op de achtergrond en de actuele samenstelling van de modelportefeuilles online bekijken of ons advies opvolgen?

Kijkt u dan op: nn.nl/toelichtingadvies

Digitaal onze adviezen opvolgen

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

Beursjaar 2014 in cijfers

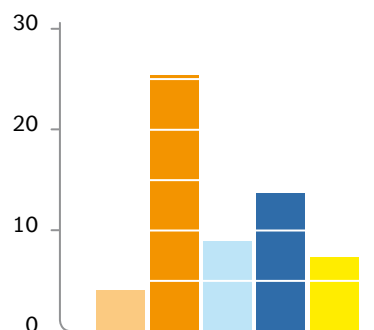
Voor beleggers was 2014 een goed beursjaar, zowel aandelen- als obligatiekoersen stegen over een breed front, regionaal en sectoraal waren er wel grote verschillen.

Aandelenmarkten

Wereldwijd stegen aandelenkoersen met 17%. Wel was er sprake van grote regionale verschillen:

- In Noord Amerika was de stijging het grootst, o.a. door de sterke groei van de economie liepen de aandelenkoersen gemiddeld ca. 26% op.
- Omdat in Europa het vooruitzicht op echte economische groei nog ver weg is, stegen aandelenkoersen gemiddeld slechts 4%. De beurs in Frankrijk was de negatieve uitschieter met een daling van 0,5%.
- In Japan hebben de stimuleringsmaatregelen door de regering van president Abe (het zogenaamde 'Abenomics') nog niet het gewenste effect gehad: aandelenkoersen stegen 7%.
- De regio Azië Pacific (waaronder China) kenmerkte zich door een stabiele economische situatie. Wel waren er in het laatste kwartaal van 2014 zorgen over de economische ontwikkelingen in China. De stijging van de aandelenkoersen was in de regio gemiddeld ca. 14%.
- De opkomende landen hadden last van de uitstroom van vermogen. Daarnaast speelden de ontwikkelingen op de grondstoffenmarkten (o.a. dalende olieprijs) enkele landen parten. De stijging van aandelenkoersen was toch nog bijna 9%.

Regionale aandelenrendementen
1 januari 2014 tot 31 december 2014



- Europa 4,2%
- Noord Amerika 25,7%
- Opkomende landen 8,7%
- Azië Pacific 13,7%
- Japan 7,4%

Bron: Bloomberg en/of Morningstar

Obligatiemarkten

Op de obligatiemarkten waren voornamelijk dalende rentestanden de opmaat voor stijgende koersen.

- Overheidsobligaties in de Eurozone presteerden buitengewoon sterk met een stijging van bijna 11%. Aan deze stijging lag het vertrouwen van beleggers in de ECB ten grondslag dat deze het stimuleringsprogramma verder zou uitbreiden. Wereldwijd stegen obligatiekoersen van overheden met 9%.
- Ook bedrijfsobligaties profiteerden van de gedaalde rente. Bovendien was het voor bedrijven gemakkelijker om geld te lenen, mede doordat zij de afgelopen jaren de financiën beter op orde hebben gebracht. Vooral banken en verzekeraars (financiële sector), traditioneel dominante partijen op de obligatiemarkt, kunnen steeds gemakkelijker op de kapitaalmarkt en ook bij de ECB geld lenen. Bedrijfsobligaties behaalden, zowel wereldwijd als in Europa, ca. 8% rendement.
- Hoogrentende obligaties stegen in 2014 in Euro's met 14%. De aan de energiemarkt gerelateerde hoogrentende obligaties, circa tien procent van de totale markt,

deden het door de sterk gedaalde energieprijzen relatief slecht. De sterke US dollar, 12% hoger ten opzichte van de Euro, compenseerde dit weer ruimschoots.

- Obligaties van opkomende landen hadden, ondanks de stabiele economische situatie en de bovengemiddeld hoge economische groei, last van uitstroom van vermogen uit de regio. Echter ook hier zorgde de sterk gestegen US dollar voor een rendement van 16% in Euro's.

Sterke economische groei in de Verenigde Staten, Europa blijft achter

Verenigde Staten

In december publiceerde de Verenigde Staten een economische groei (over het derde kwartaal) van 5% waarbij opviel dat de uitgaven van consumenten en investeringen door bedrijven waren toegenomen. Deze onverwacht sterke economische groei was hoger dan financiële markten hadden verwacht.

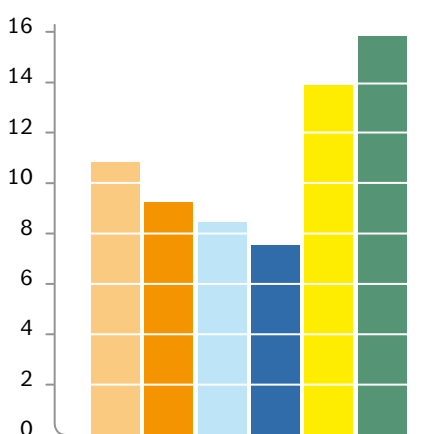
De kanttekening van een dergelijk positief cijfer is dat dit de verwachting voedt dat de rente eerder dan verwacht verhoogd zou kunnen worden. De voorzitter van de Federal Reserve (stelsel van centrale banken in de VS) Janet Yellen heeft geïndiceerd dat als marktomstandigheden het toelaten, de rente mogelijk al in april 2015 verhoogd zou kunnen worden. Financiële markten verwachten deze rentestap op basis van de koersontwikkeling van futures echter pas in juli 2015.

Andere economische indicatoren waren neutraler. De ontwikkeling op de huizenmarkt was wisselend, de verkoop van woningen viel in absolute aantallen tegen, maar het prijspeil (daadwerkelijke verkoopprijzen alsmede de prijzen waartegen huizen te koop worden aangeboden) is iets toegenomen. De inflatie in december is iets afgenomen tot 1,3% en op de arbeidsmarkt bleef het werkloosheidspercentage steken op 5,6%. Concluderend zijn wij van mening dat de economie in de Verenigde Staten er goed voor staat.

Europa

In Europa ligt de situatie anders. De economische groei in de Eurozone is met 0,8% erg laag en in Italië zelfs negatief. Vooral de zorgen over de economie van Duitsland,

Rendement obligatiecategorieën
1 januari 2014 tot 31 december 2014



Bron: Bloomberg en/of Morningstar

- Overheid Europa 10,8%
- Overheid wereldwijd 9,2%
- Bedrijfsobligaties Europa 8,4%
- Bedrijfsobligaties wereldwijd 7,5%
- Hoog rentende obligaties 13,9%
- Opkomende landen 15,8%

doorgaans gezien als de groeimotor van Europa, nemen toe. Ondanks het stimuleringsbeleid van de ECB lukt het de economie in de Eurozone nog niet om aan te trekken, evenals de arbeidsmarkt. Investeringen blijven achterwege en de kredietverlening aan met name het midden- en kleinbedrijf bereikt nog niet het gewenste niveau. In januari 2015 is er zelfs deflatie opgetreden, het prijspeil is gedaald en investeringen worden uitgesteld.

Naast economische invloeden spelen ook geopolitieke issues een rol. Ten aanzien van Griekenland is het uittreden uit de Euro, de 'Grexit', weer een reële bedreiging. Vanuit Duitsland en Frankrijk klinkt steeds vaker het geluid dat 'de Eurozone een vertrek van Griekenland uit de Euro aankan'. Daarnaast leidt de impasse tussen 'Brussel' en Frankrijk over het te hoge Franse begrotingstekort en de onwelwillendheid tot verdere bezuinigingsmaatregelen ook tot spanningen in de Eurozone. Tot slot sluimert het conflict in de Oekraïne met Rusland voort, al is de aandacht hiervoor wat naar de achtergrond verdwenen.

De sterk gedaalde Euro kan voor de Eurozone positief uitpakken. Tegenover de US Dollar daalde de Euro in 2014 al 12% en begin januari 2015 zakte de munt door de 1,18, een 9 jaars dieptepunt. Een lage Euro is gunstig voor de exportpositie en kan een impuls betekenen voor de economische groei.

Deflatie 'dwingt' Europese Centrale Bank tot kwantitatieve verruiming

Waar de financiële markten al een tijd voor vreesden, werd in januari 2015 een feit. De consumenteninflatie was op jaarbasis 0,2% negatief, vooral door dalende energieprijzen. Deflatie is daarmee een feit en dat stelde de ECB voor een moeilijke opgave: welke maatregelen konden er nog genomen worden om de economie te laten groeien en daarmee het prijspeil, de inflatie, weer te laten stijgen naar het gewenste niveau van ongeveer 2%? Deflatie kan namelijk een ongewenst neveneffect hebben: consumenten en bedrijven kunnen hun bestedingen langer gaan uitstellen in de verwachting dat prijzen nog verder zakken. Dit zou een zeer negatief effect kunnen hebben op de economische groei wat een onwenselijke situatie is.

Op 22 januari 2015 heeft de ECB een duidelijke beslissing genomen: Er wordt tot september 2016 voor meer dan 1.100 miljard Euro aan obligaties opgekocht. De beslissing was wel verwacht, de omvang van het programma heeft de financiële markten echter in positieve zin verrast. Vanaf maart wordt er maandelijks voor 60 miljard euro aan obligaties opgekocht. De lopende opkoopprogramma's, o.a. het opkopen van obligaties met onderpand, worden uitgebreid met het opkopen van obligaties van overheden en aan overheden gerelateerde instellingen.

Deze laatste stap noemt men kwantitatieve verruiming (Quantitative Easing, QE).

QE kent vele voor- én tegenstanders! Voorstanders verwijzen naar het succes dat QE in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk heeft gehad. De economieën zijn daar sterk gegroeid en QE maatregelen worden inmiddels voorzichtig teruggedraaid.

Duitsland en Nederland waren felle tegenstanders: QE zou de begrotingsdiscipline en de hervormingsmaatregelen van landen (lees: Zuid Europese overheden) niet ten goede komen en het "risico" daarvan naar financieel sterkere landen overhevelen.

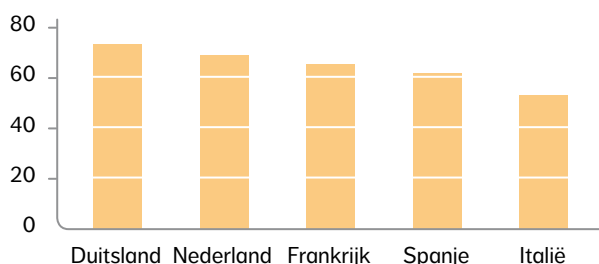
In het pakket maatregelen heeft de ECB een aantal specifieke bepalingen opgenomen, zo wordt er per land maximaal 33% van de staatsschuld gekocht en het opkopen hiervan gebeurt vervolgens door de betreffende nationale centrale bank. Het risico is derhalve voor de 'eigen' centrale bank. Slechts een klein deel van de obligaties die opgekocht worden is voor risico van de ECB en daarmee van alle centrale banken binnen de ECB gezamenlijk. Dit om de tegenstanders van QE iets tegemoet te komen. De maatregelen hebben een 'open eind' want de ECB heeft ook aangegeven dat men het inflatieniveau terug wil brengen naar de beleidsdoelstelling van 2%. Zou dit doel in september 2016 niet behaald zijn, dan is een verlenging van de maatregelen volgens de ECB onvermijdelijk.

Aangezien de maatregelen die tot 22 januari waren getroffen nog niet voldoende effect hadden voelde de ECB zich door de deflatie waarschijnlijk 'gedwongen' tot QE.

Rentes in Europa op historisch lage niveaus

In Europa zijn de rentes over een breed front gedaald. Zowel in de Eurozone (landen in de periferie en in de Noord Europese landen) als in het Verenigd Koninkrijk en Zwitserland daalde de rente fors.

Absolute rentedaling over periode 1 januari tot 31 december 2014 (in %)



Bron: Bloomberg en/of Morningstar

In absolute termen zijn de rentes in veel landen in de Eurozone in 2014 meer dan gehalveerd tot historisch lage niveaus (zie bovenstaande grafiek). In Nederland is de 10 jaars rente gedaald tot 0,69%, een 500-jaars dieptepunt. Nederland is één van de weinige landen die over een dergelijk lange periode de rentestanden bijhoudt.

Voor deze historisch lage rentes kunnen meerdere oorzaken genoemd worden. Enerzijds is er de ECB die haar

stimuleringsprogramma's continueert en geld in de markten pompt. Anderzijds daalt de economische groei in de meeste landen en is er in de Eurozone inmiddels sprake van deflatie.

Vooruitzichten en positionering obligaties

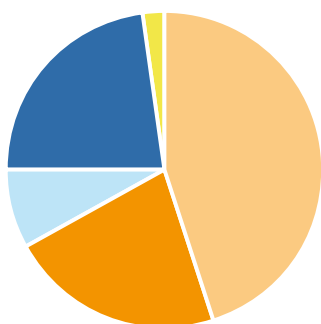
Voor obligaties wordt de positionering steeds moeilijker: in welke regio kun je het beste investeren en welke soorten obligaties bieden daarbij de beste kansen? Zo is de rente in de Eurozone op dusdanig lage niveaus uitgekomen dat in onze visie het rendementsperspectief beperkt is. Echter, als de huidige economische ontwikkeling zich in Europa in 2015 continueert, dan sluiten wij een verdere rentedaling (met als gevolg stijgende obligatieprijzen) beslist niet uit.

In de Verenigde Staten, daarentegen, heeft de FED al aangekondigd dat de kans groot is dat een (eerste) renteverhoging binnenkort wordt doorgevoerd. Het vooruitzicht op eventuele volgende renteverhogingen zal gevolgen hebben voor de Amerikaanse obligatiemarkt.

Beleggingskeuzes obligaties

Om het risico bij obligatiebeleggingen te verminderen, is het essentieel om een goede spreiding aan te brengen over verschillende obligatiecategorieën. Een goede spreiding draagt bij aan het verminderen van het risico op enerzijds mogelijke rentestijgingen (in Europa vooral de lange rente en in de Verenigde Staten met name de korte rente) en

Regionale verdeling obligaties



Bron: Bloomberg en/of Morningstar

anderzijds het hogere risico van specifieke obligatiebeleggingen zoals bedrijfsobligaties, obligaties van opkomende landen en hoogrentende obligaties.

Vanuit rendementsperspectief is het aantrekkelijk om in obligatiecategorieën te beleggen die een hoger risico hebben. Voor 2015 zijn wij van mening dat in Europa en de Verenigde Staten obligatiebeleggingen in bedrijven, en in opkomende landen en Azië Pacific obligaties van zowel overheden als bedrijven, het beste rendementsperspectief hebben.

Lagere weging van obligatiebeleggingen gehandhaafd

Zoals al eerder aangegeven, hebben wij de weging van onze modelportefeuilles niet aangepast. De laatste aanpassing dateert van oktober vorig jaar, toen wij de weging van obligaties in onze modelportefeuille met 5% hebben verlaagd. Deze verlaging draagt mede bij aan het verminderen van het risico op waardedaling van obligaties als gevolg van een stijgende rente. Wij zien in de huidige marktomstandigheden geen aanleiding om deze weging aan te passen.

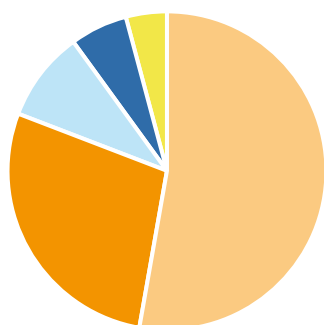
Vooruitzichten en positionering aandelen

Voor 2015 gaan wij er van uit dat aandelen relatief goed zullen presteren. Door de lage rentestanden is er veel interesse voor het beleggen in aandelen; mede dankzij een aantrekkelijk dividendrendement.

Daarnaast zien we dat economische omstandigheden voor aandelenbeleggingen verbeteren; de verwachting is dat de wereldeconomie dit jaar verder zal groeien. Na een aantal jaren van bezuinigingen, hebben ondernemingen aanzienlijk minder last van krimpende overheidsbudgetten. Tegelijkertijd neemt de kredietverschaffing vanuit banken toe en kunnen ondernemingen relatief eenvoudig geld op de kapitaalmarkt verkrijgen. Verder geeft de lage Euro vooral Europese ondernemingen meer kansen op de exportmarkten, al kan dit van tijdelijke aard zijn gezien de forse beweeglijkheid van de Euro ten opzichte van de US dollar.

Een niet te onderschatten positieve impuls voor aandelenbeleggingen zijn de fusie- en overnameactiviteiten. Meer dan de helft van de fusies en overnames vond in de Verenigde Staten plaats, waarbij het in een kwart van de gevallen farmaciebedrijven betrof. Met ca. € 3.000 miljard aan fusies en overnames was 2014 het beste jaar sinds het recordjaar 2007.

Regionale verdeling aandelen



Bron: Bloomberg en/of Morningstar

Beleggingskeuzes aandelen

Omdat economieën in de verschillende regio's in andere economische fases zitten, is het ook bij aandelenbeleggingen belangrijk om geografisch te spreiden. Investerings in Azië Pacific en de opkomende landen (in het bijzonder de frontier markets) blijven ten opzichte van aandelen in Europa en de Verenigde Staten aantrekkelijk geprijsd en zijn daarmee van toegevoegde waarde in onze modelportefeuilles.

Aandelenbeleggingen favoriet

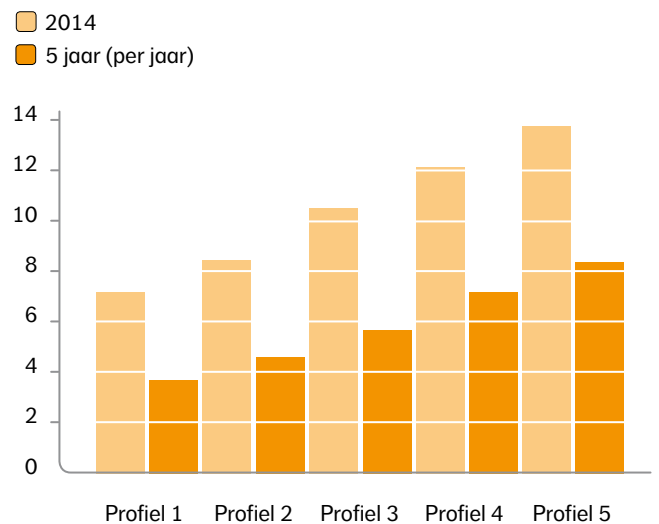
Zoals al eerder aangegeven, hebben wij de weging van onze modelportefeuilles niet aangepast. De laatste aanpassing dateert van oktober vorig jaar, toen wij de weging van aandelen in onze modelportefeuilles met 5% hebben verhoogd. De vooruitzichten voor aandelen blijven ook na de stijging in 2014 positief. Naast een aantrekkelijk dividendrendement is er ook vanuit de economische groei sprake van een goed rendementsperspectief. Wij zien aandelenbeleggingen voor 2015 als de meest kansrijke beleggingscategorie.

Resultaten modelportefeuilles

Ook in het vierde kwartaal was het rendement in alle modelportefeuilles positief. In het neutrale profiel (profiel 3: 50% obligaties, 50% aandelen) is het rendement in 2014 uitgekomen op 10,4% na kosten.

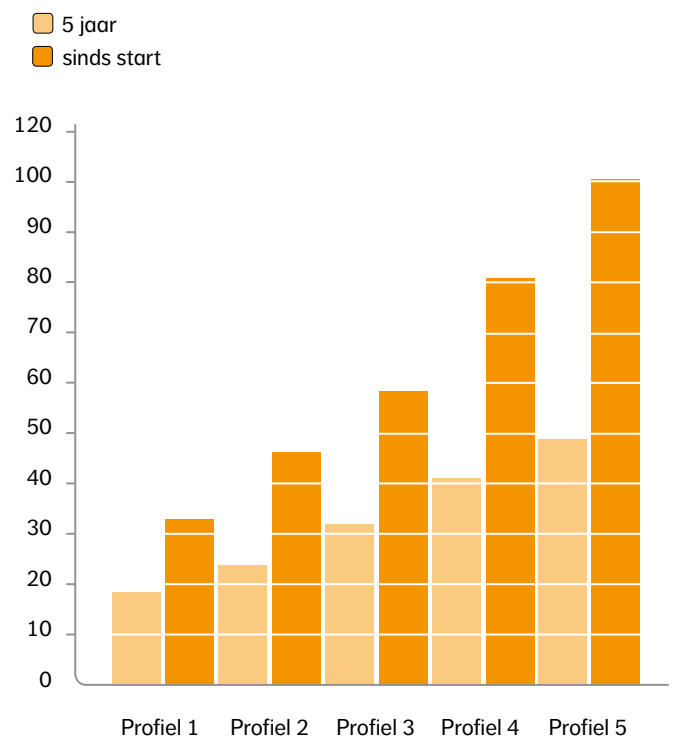
Rendementscijfers zijn na kosten (1,38% gemiddelde doorlopende kosten). Het 'totaal rendement sinds start (2003) en over 5 jaar' is opgebouwd uit het rendement per kwartaal en gaat er vanuit dat dit rendement in een volgend kwartaal geherinvesteerd wordt. Zie www.nn.nl voor een volledig overzicht van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

Rendement 2014 en gemiddeld per jaar over de laatste 5 jaar (in %)



Bron: Bloomberg en/of Morningstar

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



Bron: Bloomberg en/of Morningstar