

AMview

VOOR PENSIOENFONDSBESTUURDERS EN ADVISEURS

JAARGANG 10, OKTOBER 2019, NUMMER 4



OP HERHALING

IN DEZE EDITIE

02 Investeringsklimaat

Kans op een lawine-effect bij teruglopende economische groei is aanmerkelijk kleiner.

03 Rente en inflatie

Ruim monetair en krap fiscaal beleid houdt de rente laag en de curve vlak.

04 Beleggingen

Belegger kijkt door mogelijke recessie heen en moet verder de risicocurve op om rendement te behalen.

05 In het kader: Papierschaarste

Druk op rente en intra-Europese spreads verwacht, zelfs als de ECB geen obligaties zou opkopen.

OP HERHALING

Wereldwijd neemt de economische groei af en dat is vooral zichtbaar in de industrie. De dienstensector, die minder wordt getroffen door de handelsoorlog, heeft daar vooralsnog iets minder last van. Beleggers zijn daarom bereid om door een mogelijke recessie heen te kijken en risicovol te blijven beleggen.

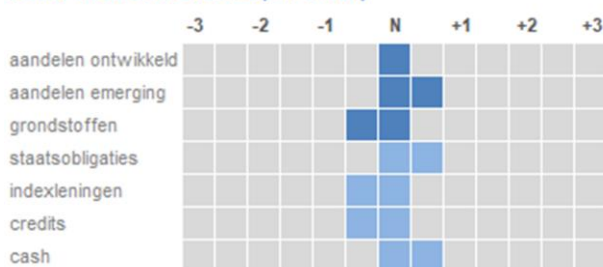
Centrale bankiers schieten echter meer in de stress van de afnemende groei en inflatieverwachtingen. De Fed en de ECB hebben de rente verlaagd. De ECB gaat nog een stapje verder en heeft het opkoopprogramma opnieuw in stelling gebracht, ondanks gemor van de noordelijke landen (pagina 3). Bovendien moedigde Draghi overheden aan meer fiscaal te stimuleren. De markt nam zijn boodschap serieus waardoor de lange rente wat opveerde van de ultra lage niveaus in augustus. In politieke kringen in Noord-Europa vindt Draghi's oproep echter nog weinig weerklank. Zo spelen fiscaal conservatieven en monetair ruimhartigen steeds dezelfde zetten.

Als we uitgaan van ruim monetair en krap fiscaal beleid moeten we concluderen dat de rente laag blijft. Dat vormt

een groot probleem voor (pensioen)beleggers, want naast een opwaartse druk op de verplichtingen maakt de lage rente vastrentende beleggingen onaantrekkelijk. Steeds meer obligaties geven een negatieve opbrengst, omdat beleggers in de rij staan voor kwalitatief hoogwaardig papier. De risicopremie wordt steeds minder aantrekkelijk (pagina 4).

Het ECB opkoopprogramma en een gebrek aan fiscale stimulering heeft een soortgelijk effect binnen obligaties. Duits papier wordt steeds schaarser, de termijnpremie wordt minder aantrekkelijk waardoor beleggers naar meer perifere obligaties geduwd worden (pagina 5). Is dit nu allemaal nieuw? Nee het is meer van hetzelfde. Zelfs de belangrijkste politieke risico's zijn dezelfde gebleven. Rendementsverwachtingen zijn dus niet merkbaar gunstiger, terwijl verplichtingen op lange termijn hoger zijn dan ooit.

ASSET ALLOCATIE-ADVIES (%-PUNTEN)



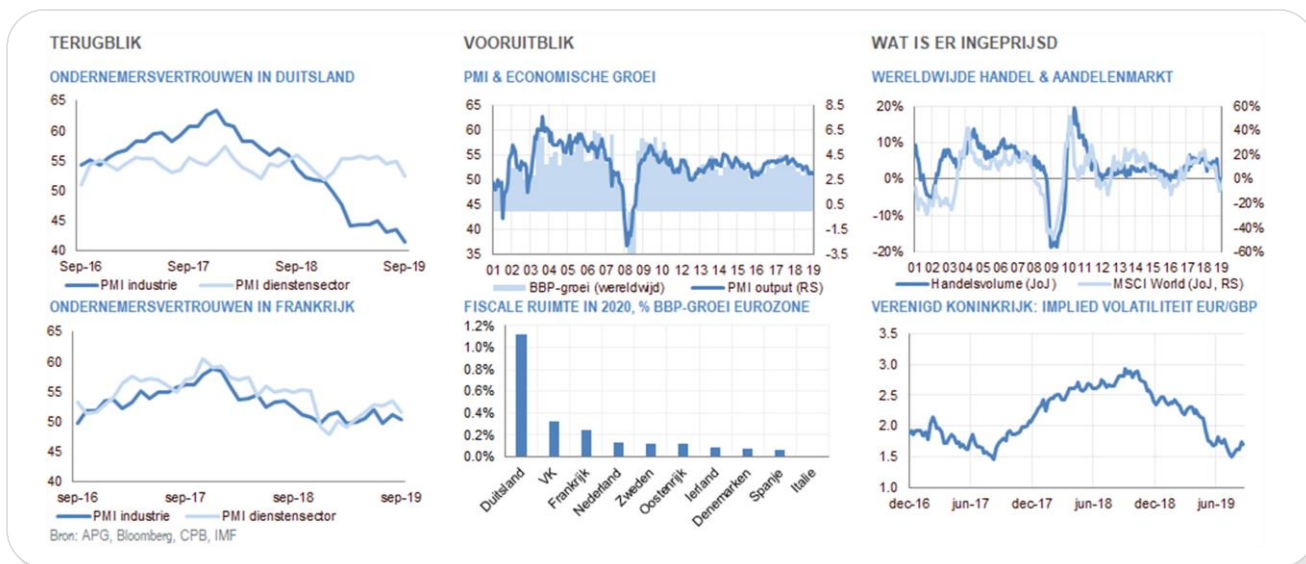
Bron: APG, Bloomberg

AANDELEN WERELDINDEX (IN EUROS) & 20J SWAPRENTE (%)



INVESTERINGSKLIMAAT

De economische groei en het ondernemersvertrouwen wereldwijd blijft onder druk. De dienstensector houdt stand, maar volgt doorgaans de industriële sector. Een eventueel handelsakkoord tussen China en de VS wil niet zeggen dat het conflict is opgelost. De kans op grootschalige fiscale stimulators in de eurozone is klein doordat landen niet willen of kunnen.



Divergentie tussen diensten en industrie

Het ondernemersvertrouwen wereldwijd blijft onder druk, zoals gemeten door de inkoopmanagersindex (PMI). Deze index, die goed correleert met de groei van het BBP, wijst op een groeitempo van ongeveer 2%, aanzienlijk minder dan de 3% in 2018. De belangrijkste oorzaak hiervan is de daling van de wereldhandel.

Achter deze cijfers gaat een divergentie schuil. Het ondernemersvertrouwen in de dienstensector houdt namelijk beter stand. Het is alsof het handelsconflict de dienstensector minder hard raakt. Historisch gezien loopt de cyclus in de dienstensector achter op de verwerkende industrie. De recente cijfers in Frankrijk en Duitsland lijken dit beeld te bevestigen.

De vrees voor een recessie is nog steeds aanwezig. Anders dan in 2007 zijn er in de ontwikkelde markten minder economische onevenwichtigheden, waardoor de kans op een lawine-effect bij teruglopende economische groei aanmerkelijk kleiner is.

Terug naar de onderhandelingstafel

China en de VS zijn weer naar de onderhandelingstafel gegaan. In eerdere rondes werd ook vooruitgang geboekt maar dat draaide telkens uit op een teleurstelling.

Met het oog op verkiezingen is een handelsakkoord voor de Amerikaanse president zeer welkom. De geschiedenis

leert dat een recessie een herverviezing kan dwarsbomen. China wil ook niet dat haar economie verder vertraagt. Verdere economische afzwakking leidt mogelijk tot sociale onrust, wat de grootste angst is van de Chinese communistische partij.

Een *staakt-het-vuren* tussen de partijen wil niet zeggen dat het conflict voorbij is. Het afremmen van de Chinese dominantie staat bovenaan de (lange termijn) agenda van de Amerikaanse politiek.

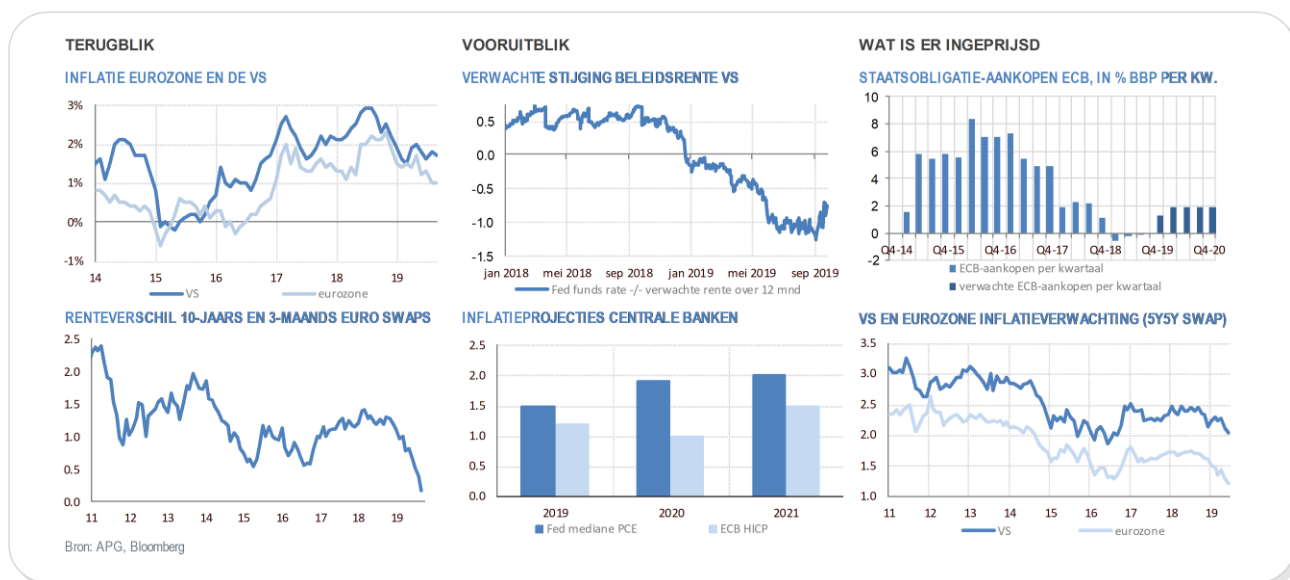
De druk neemt toe

De druk op Europese overheden om de economie te stimuleren neemt toe. Scheidend ECB-voorzitter Draghi herhaalt zijn oproep tot begrotingsmaatregelen (zie ook pagina 3). Fiscale stimulators in de eurozone is beperkt doordat landen die *willen* geen fiscale ruimte hebben (Italië) en landen die *kunnen* niet of nauwelijks bereid zijn. Ook de nieuwste plannen van de Duitse regering zijn slechts budgettair neutraal.

Het brexit-spook waart ook weer rond. De druk op de Britse premier Johnson neemt toe doordat het parlement akkoord is gegaan met een verbod op een no-deal-brexit. Tegelijkertijd is de bereidheid om verdere concessies te doen vanuit EU-zijde beperkt. Bij nieuwe verkiezingen kan de no-deal wet weer ongedaan worden gemaakt, waardoor een harde Brexit nog steeds mogelijk is.

RENTE EN INFLATIE

Inflatieverwachtingen zijn te laag, en dus verlaagde de ECB de beleidsrente verder. Het opkoopprogramma gaat vanaf november ook weer van start. Initieel reageerden de markten met stijgende rentes, door bijzonderheden rondom de beslissing. Later daalde de rente weer, aan de lange kant, zodat de curve inmiddels een stuk minder steil is.



Concrete actie voor een abstract doel

De laatste bestuursvergadering van Mario Draghi was de gelegenheid om andermaal bij te schenken, om met de titel van de vorige AM View te spreken. De ECB maakte de depositorente verder negatief en hervatte het opkoopprogramma. Niet veel later ging ook de Amerikaanse beleidsrente weer naar beneden, voor de tweede keer dit jaar. En hoewel het crisisniveau van de Europese rente anders suggereert, zijn de problemen met de economie nog niet zeer acuut. De industriële sector en de export zijn zwak, maar de eurozone heeft nog altijd positieve economische groei. Lokaal schrijven we de inflatie ook weer met een drie (Nederland, augustus, Europese definitie). Nee, het doel van de ECB is abstract: de *inflatieverwachtingen*, al geruime tijd op drift, dreigen zich te vestigen tussen de 1,2 en 1,3 procent, ver onder het doel van “net onder de twee”.

De actie van de vertrekkende ECB-voorzitter is in weerwil van de steeds sterker wordende indruk dat dit soort beleid uiteindelijk niet veel uithaalt met betrekking tot de inflatie. Wel gaf Draghi een niet te missen hint aan de beleidsmakers dat het onderhand ook tijd wordt dat er hervormd en fiscaal verruimd wordt. Ongemakkelijk is wel dat de middelen en noodzaak daarvan niet gelijk over de eurozone verdeeld zijn.

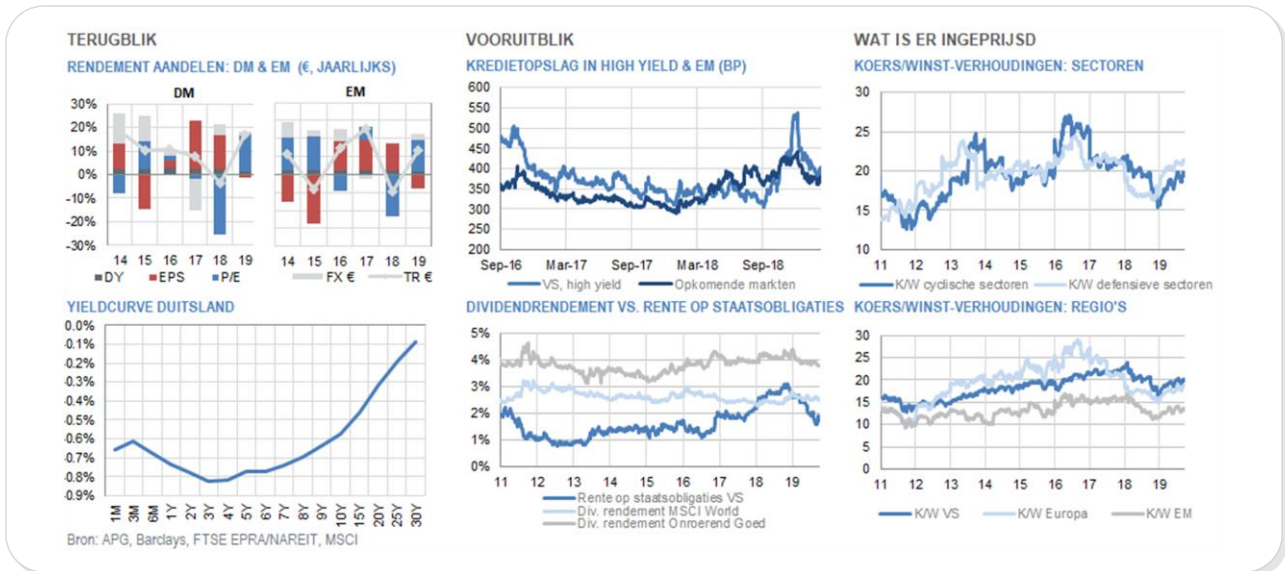
Het einde van het begin?

De hint van Draghi, en de verwachting dat zijn opvolger Lagarde wel eens succes kon hebben bij het motiveren van de fiscale beleidsmakers, zorgde kort na het ECB-besluit voor een *stijging* van de lange rente. Zo anticipeerden markten op een groter aanbod van overheidsschuld en een minder vragende centrale bank. Want hoewel het opkoopprogramma weer loopt, lijkt de onenigheid in het ECB-bestuur erop te duiden dat nóg verdere kwantitatieve verruiming niet waarschijnlijk is. Het artikel op pagina 5 laat zien waar de beperkingen van dit instrument liggen. Aan de korte kant van de rentecurve had het besluit tot *tiering* een vergelijkbare uitwerking. Banken met een overschot aan reserves kunnen een groter deel gratis stallen bij de ECB. Dat drukt de vraag naar bijvoorbeeld Duitse 2-jaars papier, dat voor de vergadering nog -0,8 procent noteerde.

Aan het einde van het kwartaal was alleen de stijging van de korte rente nog intact. De realisatie dat langdurig ruim monetair beleid nog lang zal voortduren bracht beleggers ertoe om toch weer verder op de curve te gaan zitten, waardoor de 30-jaars rente opnieuw richting de nul bewoog. Daarmee neemt de steilheid van de rentecurve opnieuw verder af.

BELEGGINGEN

De belegger moet verder de risicocurve op om zijn rendementen te behalen. Sommige risicopremies zijn interessant, andere laag. Onroerend goed en obligaties uit opkomende landen springen eruit.



Met de protesten tegen het besluit van de ECB om het opkoopprogramma weer op te starten en de kennelijke verdeeldheid binnen de Fed over verdere verlaging van de rente, lijken de vooruitzichten voor het monetaire beleid onzekerder dan voorheen.

Maar na de laatste rentebesluiten blijft de belegger geconfronteerd met het feit dat hij, om een bepaald doelrendement te halen, meer risico moet nemen, nu de Duitse staatsobligaties tot en met 30 jaar enkel negatieve rente betalen. Dit verkleint risicopremies steeds meer.

Toch is er nog enig prijsverschil tussen beleggingen van verschillende kwaliteit. Zo is er binnen bedrijfsobligaties nog wel onderscheid tussen echt risicovolle leningen en de minder riskante “BBB” variant. Ondernemingen die dat kunnen, maken hiervan gebruik om meer financiering op te halen, dan wel te herfinancieren.

Langer laag

De aandelenmarkt heeft de tijdelijke dip in augustus – ingegeven door tegenvallende macrocijfers - achter zich gelaten en is weer opgeveerd naar het niveau waar het vorige kwartaal op werd afgesloten. Beleggers gaan ervan uit dat rentes laag blijven en dat zolang echte rampen uitblijven, het verschil tussen rente en winst- en dividendrendementen hoog genoeg is om aandelenmarkten te blijven ondersteunen.

In historisch perspectief zijn sommige beleggingscategorieën en regio's aan de prijzige kant. Vaak is dat omdat de risicopremies laag zijn, maar soms is de betrekkelijk hoge prijs uitsluitend het gevolg van de lage risicovrije rente.

Zo zijn kredietopslagen laag (ofwel, beneden de mediaan) in onder meer high yield en reguliere kredieten, maar aantrekkelijk in opkomende markten. Dit geldt ook voor het dividendrendement in onroerend goed: op 3,8% best aantrekkelijk ten opzichte van risicovrije rentes.

Het ene aandeel is het andere niet

Binnen aandelen gelden sterke onderlinge verschillen, zowel tussen regio's (Verenigde Staten en de rest van de wereld) als tussen sectoren (cyclisch versus defensief). Amerikaanse aandelen profiteren van hoge winstmarges, vooral binnen de in de lokale index zwaar wegende technologiesector, en een wat hogere economische groei. De koers-winstverhouding is evenwel aan de hoge kant, terwijl de risicovrije rente in de VS ook aan de hoge kant is.

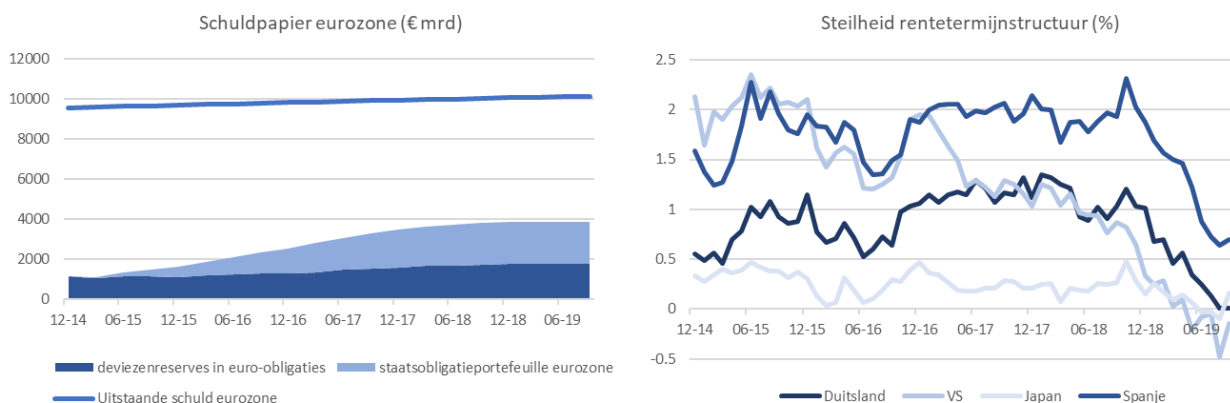
Europese aandelen en aandelen van opkomende markten zijn lager geprijsd. Maar Europa ontbeert een sterke technologiesector, en opkomende markten zijn de speelbal van het pokerspel tussen Trump en Xi. Het kan even duren voordat dit waarderingsverschil eruit loopt.

IN HET KADER: PAPIERSCHAARSTE

De ECB koopt weer obligaties en overheden geven te weinig uit. Ook bij obligatiebeleggers op zoek naar extra 'steilheid' is de eurozone populair. Verwacht druk op rente en op intra-Europese spreads, zelfs als de ECB niet mee zou doen.

Na jaren van zuinigheid met vlijt is de staatsschuld in de eurozone gedaald van 92% van het BBP in 2014 tot naar verwachting 82% eind volgend jaar. Deze schuld (in geld €10000 mrd) wordt volgens de ECB voor een flink deel, circa 38%, gehouden door partijen die niet op basis van risico-rendementsoverwegingen ("price-insensitive") beleggen. Naast de ECB zelf, wordt veel van dit papier gehouden door centrale banken die euro's aanhouden in hun deviezenreserves.

Drie weken geleden kondigde de ECB aan om, vanaf 1 november en zolang als nodig, opnieuw staatsobligaties op te kopen. Het bedrag, maandelijks €20 mrd, is het dubbele van de gemiddelde maandelijkse financieringsbehoefte (zo'n €10 mrd) van de centrale overheden in de eurozone. Exclusief Duitsland en Nederland, die zwarte cijfers schrijven, hebben de eurozonelanden circa €13 mrd per maand nodig. De ECB is niet de enige centrale bank die koopt: de euro is, met 20% van het totaal, een goeie tweede in de ranglijst van internationale reservevaluta. De voorraad euro's in internationale monetaire reserves wordt voor een flink deel belegd in obligaties en is de afgelopen jaren gestaag gegroeid, sinds eind 2017 met gemiddeld €10 mrd per maand. Dat is net zo veel als de gemiddelde maandelijkse financieringsbehoefte. Centrale banken buiten de eurozone hebben nu ongeveer 18% van de staatsobligaties uit de eurozone op hun boeken, vooral kwalitatief hoogwaardig papier. De grafiek hier linksonder laat dit zien.



Het begrotingsoverschot in Duitsland, de voorkeur van centrale banken voor obligaties van hoge kwaliteit en de evenredige verdeling die de ECB aanhoudt beperkt de hoeveelheid beschikbaar Duits papier: per maand loopt dat zo'n €17 mrd terug. Als we er vanuit gaan dat de ECB ongeveer 20% van haar portefeuille in Duitsland heeft belegd, en beheerders van deviezenreserves ongeveer de helft, dan is er nu nog iets meer dan €600 mrd over. Net genoeg voor drie jaar.

En Duitse staatsobligaties zijn, ondanks de negatieve rente, een aantrekkelijke belegging. Dat zit 'm in de relatief hoge termijnpremie, of steilheid. Een Amerikaan die een Duitse tienjarige obligatie koopt, en het valutarisico volledig afdekt (op drie maanden), ontvangt een rente die bestaat uit de Amerikaanse driemaandsrente, en het verschil tussen de Duitse tienjaarsrente en de Duitse driemaandsrente. Dus de hoogste rente, na afdekken van het valutarisico, is te halen waar de rentecurve het steilst is. Sinds 2018 heeft Duitsland een steilere curve dan de VS. Dus ondanks de bemoeienis van de Europese Centrale Bank was de rente in de eurozone interessant voor internationale beleggers in overheidspapier. Waarschijnlijk hield dit de rentes ook laag toen de ECB de kwantitatieve verruiming stopzette.

Uit dit verhaal volgen drie conclusies: ook zonder aankopen door de ECB staat de termijnpremie onder druk, beleggers die in Europees staatspapier willen beleggen worden naar niet-Duits papier gedrukt, en zolang overheden een restrictief fiscaal beleid voeren is het aanbod lager dan de structurele vraag naar staatspapier.

COLOFON

Met AM View willen wij u informeren over financiële markten en economieën, de mogelijkheden en risico's voor uw portefeuille, en de belangrijkste marktfactoren voor de waarde van uw pensioenverplichtingen. Daarbij geldt dat de wijze waarop deze visie uiteindelijk in het beleggingsbeleid wordt vertaald mede afhankelijk is van de inhoud van het geldende beleggingsmandaat.

Redactie

Thijs Knaap (ESAA)
Pim Lausberg (AA&O)
Frank Smudde (AA&O)
Rafael Torres-Villalba (Onroerend Goed Europa)
Rob van de Wijngaert (EM Aandelen)

E-mail

thijs.knaap@apg-am.nl
pim.lausberg@apg-am.nl
frank.smudde@apg-am.nl
rafael.torresvillalba@apg-am.nl
rob.vande.wijngaert@apg-am.nl

Adres

APG Asset Management
Postbus 75283
1070 AG Amsterdam

Laatste dag waarop de data zijn ingelezen:
30 september 2019

Disclaimer

APG Asset Management staat niet in voor de juistheid, volledigheid of tijdigheid van de in deze uitgave opgenomen informatie. Aan de inhoud van AM View kunnen geen rechten worden ontleend. De inhoud van AM View is niet bedoeld als beleggingsadvies. APG Asset Management is niet aansprakelijk voor (de gevolgen van) activiteiten die worden ondernomen op basis van deze uitgave. Op de inhoud van deze disclaimer is Nederlands recht van toepassing.