

Kwartaalvisie oktober 2017



De financiële markten bleven de afgelopen zomer, ondanks geopolitieke spanningen tussen Noord-Korea en de V.S., tamelijk rustig. De economie blijft wereldwijd groeien. Veel economen en beleggers vragen zich wel af welke kant het op gaat met het monetaire beleid van de centrale banken.

Ook in het derde kwartaal bleken de markten wereldwijd tamelijk veerkrachtig. De beurzen van de Emerging Markets en de V.S. zetten nieuwe records neer. Geopolitieke factoren, politieke onzekerheid in de VS en de nucleaire dreiging vanuit Noord-Korea, zorgden tussentijds wel voor enkele spannende dagen op de beurzen, maar relatief kleine correcties werden veelal weer snel goedge maakt. De politieke turbulentie was de afgelopen jaren zo groot - de gebeurtenissen volgden elkaar zo snel op - dat de financiële markten er enigszins aan gewend raakten en met de onvoorspelbaarheid leerden leven. Beleggers stappen over hun zorgpunten heen als zij zien dat de economie floreert en richten zich meer op de ontwikkeling van de bedrijfsresultaten. De economie groeit wereldwijd sterk. We zien het momentum in veel landen toenemen en kijken naar factoren, zoals de werkgelegenheid en de investeringen. Ook de inkoopmanagersindices uit veel landen zien er goed uit; de orderportefeuilles van bedrijven zijn goed gevuld. Ondanks het dreigende protectionisme, na de verkiezing van president Trump, trekt de groei van de wereldhandel dit jaar, na de dip in 2016, toch juist aan.

Groei prognoses naar boven

We zien dat de bedrijvigheid in de hele eurozone naar een niveau is versneld wat we in jaren niet meer gezien hebben. De kar wordt nu door Duitsland én Frankrijk getrokken, maar ook in Zuid-Europa, met name Spanje en Portugal, verbetert

de conjunctuur. In september verhoogde kredietbeoordelaar S&P zijn rating voor de kredietwaardigheid van Portugal naar BBB- (van junk bond naar investment grade, de minimaal benodigde rating voor opname in het opkoopprogramma van staats- en bedrijfsobligaties van de ECB). Ondertussen is ook het vertrouwen van de Europese consument naar het hoogste niveau in zestien jaar gestegen. Geen wonder dat instellingen als de OESO hun groeiramingen verhogen.

Hun economen verwachten nu dat de mondiale economie dit jaar zal groeien met 3,5% en in 2018 met 3,7%. Bij de ramingen van juni 2017 ging de OESO nog uit van respectievelijk 3,5 en 3,6% groei. Voor de eurozone wordt inmiddels uitgegaan van een groei van 2,1% in 2017 en 1,9% volgend jaar, ten opzichte van een eerdere raming van 1,8% groei voor beide jaren. In Duitsland, dat algemeen als de locomotief voor de economie in de eurozone wordt gezien, zal de groei van het bruto binnenlands product dit jaar toenemen met 2,2% en met 2,1% in 2018. Voor Frankrijk is dit respectievelijk 1,7 en 1,6%. Met betrekking tot de economie in de Verenigde Staten blijft de OESO uitgaan van een groei van 2,1% voor 2017, die volgend jaar verder zal oplopen naar 2,4%. De groeiverwachting voor China werd door de OESO opwaarts bijgesteld voor 2017 van 6,6% naar 6,8% en voor 2018 van 6,4 naar 6,6%.

Het valt nog te bezien wat de uitwerking is van de orkanen Harvey en Irma, die dit jaar het zuidoosten van de VS hebben geteisterd, maar vooralsnog wordt de impact van de verwoestingen op de nationale economische groei in de VS gering geacht. Het lukt Trump vooralsnog niet de economische groei in de VS naar een hoger niveau te tillen. De markten rekenen ook steeds minder op de door Trump gepropageerde belastingverlagingen voor het Amerikaanse bedrijfsleven. Zijn agenda ligt achter op schema en de beloofde wetgevingsinitiatieven zijn nog allerminst gerealiseerd.

Ondertussen leidt de economie in het Verenigd Koninkrijk schade van de uitslag van het Brexit-referendum in juni 2016. De Britse regering wil in maart 2019 uit de EU stappen, maar er is nog geen enkel zicht op de uitkomst van de onderhandelingen met de Europese Unie. De lagere koers van het Britse pond leidt tot een hogere inflatie en ook de overheidsfinanciën verslechteren. De regering van Theresa

Tabel Economische Groei en Inflatie.

(Bron: Bloomberg, consensus, september 2017)

		Euro-zone	VK	USA	Japan	Latijns-Am.	Oost-Europa	China	Azië Pacific
GDP	2014	1,2	3,1	2,4	0,3	0,9	2,2	7,3	4,8
	2015	2,0	2,2	2,6	1,1	-0,4	1,4	6,9	5,0
	2016	1,8	1,8	1,5	1,0	-1,2	1,6	6,7	4,9
	2017	2,1	1,5	2,2	1,3	1,1	2,9	6,7	4,7
	2018	1,6	1,3	2,3	1,0	2,4	2,6	6,7	4,8
CPI (Inflatie)	2014	0,4	1,5	1,6	2,7	12,6	5,9	2,0	2,8
	2015	0,0	0,0	0,1	0,8	17,2	9,0	1,4	1,8
	2016	0,2	0,7	1,3	-0,1	11,7	5,3	2,0	1,8
	2017	1,5	2,6	2,0	0,6	46,0	5,2	1,7	1,7
	2018	1,4	2,5	2,0	0,8	62,7	4,6	2,2	2,2

May heeft al meer dan één miljard pond moeten uitgeven om een meerderheid in het parlement te krijgen. Ook is de regering teruggekomen op een eerdere belofte om te kijken naar dure staatspensioenen. Kredietbeoordelaar Moody's heeft daarom de rating van het VK onlangs verlaagd naar Aa2; twee stappen onder het hoogste niveau. Het vooruitzicht voor het VK werd wel bijgesteld van negatief naar stabiel. Dit betekent dat er voorlopig niet nog een ratingverlaging verwacht wordt. Onder Britse bedrijven heerst grote ongerustheid over het Brexit-proces en dat zet de investeringen onder druk.

We zien in de ramingen en rapportages van economische onderzoeksinstituten overigens niet alleen maar positieve bijstellingen. Organisaties zoals de OESO en het IMF, blijven hameren op de noodzaak van structurele hervormingen. Het stroperige Frankrijk loopt daarmee nog wel mijlenver achter op Duitsland, maar met de verkiezing van Macron tot Franse president in april en de ruime meerderheid die zijn beweging behaalde bij de daaropvolgende parlementsverkiezingen, maken die hervormingen de komende jaren een grotere kans. Ook de Duitse regering staat, onder leiding van Bondskanselier Angela Merkel, nog voor forse uitdagingen. De lage rente, lage inflatie, stabilisering van de eurozone en meer investeringen door de nieuwe regering, zullen de Duitse economie in de komende jaren helpen. De regeringspartijen CDU en SPD verloren flink bij de Bondsdagverkiezingen in september. Alternative für Deutschland (AfD) is nu de derde partij in Duitsland. Deze populistische partij uit hevige kritiek op de vluchtelingenpolitiek en het pro-Europese beleid van Merkel. Zij zal in haar vierde termijn moeten bewijzen dat haar beleid goede vruchten afwerpt. De Duitse achterstand op het gebied van digitalisering, de problemen in de automobielin-dustrie, de deplorabele staat van de publieke infrastructuur, de noodzakelijke aanpassing aan de wereldwijde klimaatverandering, de vergrijzing en tekorten op de arbeidsmarkt en de problemen met pensioenen, vormen een lange reeks van uitdagingen die het Wirtschaftswunder kunnen ondermijnen.

In Duitsland is er de budgettaire ruimte om extra te investeren dankzij een begrotingsoverschot. Ook in veel andere landen in de eurozone zijn de overheidsfinanciën verbeterd. Weliswaar zijn de overheidsschulden nog erg hoog, maar de noodzaak om te bezuinigen, vanwege begrotingstekorten, is veel geringer. De kredietverlening door banken kan weer meer gaan groeien, daar veel banken inmiddels hun buffers (eigen vermogen) hebben aangevuld en er minder slechte leningen op de balansen staan, al gaat de bankbalansverbetering in Europa nog steeds relatief langzaam. Alleen de Italiaanse banken blijven nog in de gevarezone door noodlijdende kredieten en zwakke winstgevendheid.

Groei van de winst per aandeel in de verschillende regio's

(Bron: Citi Research, MSCI, Worldscope, Factset estimates, sept. 2017)

	2014	2015	2016	2017	2018
USA	8,1	-0,1	3,3	9,9	11,3
Europa	4,4	-3,0	-0,7	19,0	8,0
Japan	17,1	-2,6	11,0	18,5	6,0
Azië-Pac, ex-Japan	3,3	-2,5	-0,3	21,8	10,0

De rapportages van de bedrijfsresultaten waren in het afgelopen kwartaal opnieuw beter dan verwacht. Ook de mondiale vooruitzichten blijven positief, met een, in de verschillende economische regio's, gelijklopende positieve winstontwikkeling; voor 2017 wordt er voor de verschillende regionale aandelenindices een dubbelcijferige groei van de winst per aandeel verwacht. Ook voor 2018 duiden de verwachtingen op een winstgroei boven de 10%. Zelfs zonder hogere waarderingen kunnen de beurzen verder oplopen.

Door het toegenomen vertrouwen in de eurozone sterkte de euro verder aan, waardoor de opbrengst van beleggingen buiten de eurozone, omgerekend in euro's tegenviel. Een sterke en snelle stijging van de euro kan de winstgroei van de bedrijven uit de eurozone aantasten. De bedrijven zien dan de winsten behaald in gebieden buiten de eurozone, bijvoorbeeld in Amerikaanse dollars of Aziatische valuta, terugvertaald naar euro's lager uitkomen, ondanks de groei van de omzet en bedrijfswinsten in die regio's. Indien de euro inderdaad nog veel verder zou stijgen, kan dat de concurrentiepositie van Europese bedrijven aantasten. Omgekeerd hebben Amerikaanse multinationals voordeel van een lagere dollar.

Zwakke US-dollar of sterke Euro?

Het verloop van wisselkoersen wordt door veel factoren beïnvloed; naast handelsstromen spelen vooral vertrouwensindicatoren en verwachtingen over het monetaire beleid en de ontwikkeling van geldmarktrentes in de verschillende regio's, een grote rol. Het voorspellen van trends in valutakoersen is niet bepaald gemakkelijk, maar we zien dat sinds begin van dit jaar de 'greenback' behoorlijk aan kracht heeft ingeboet tegenover de andere belangrijke munten in de wereld; een weerspiegeling van het gebrek aan internationaal vertrouwen in de regering van president Donald Trump. Hij heeft bovendien zelf aangegeven voordeel te zien in een lagere dollarkoers. Tegen de euro daalde de dollar dit jaar al met ongeveer 15%. Pariteit (een verhouding van 1:1) is al lang niet meer in zicht, met niveaus rond de \$ 1,20 tegen de Europese eenheidsmunt. In september trad evenwel een stabilisatie op en versterkte de dollar toen de financiële markten een duidelijk signaal kregen dat de Amerikaanse centrale bank de beleidsrente waarschijnlijk in december nogmaals zal gaan verhogen. In Europa blijft de rente waarschijnlijk nog geruime tijd laag, zodat het twijfelachtig is of de euro nog boven de \$ 1,20 zal stijgen.

De leden van het beleidsbepalende comité van de Amerikaanse Fed vinden in meerderheid dat de beleidsrente aan het eind van dit jaar tussen de 1,25 en de 1,50% moet staan, ondanks het feit dat de inflatie nog steeds beneden de doelstellingen van de Fed ligt. De president van de Fed, Janet Yellen, gaf echter aan dat de Amerikaanse economie (met name de arbeidsmarkt door de lage werkloosheid) sterk genoeg is, zodat de rente wat meer genormaliseerd kan worden. De Fed wil bij een volgende economische crisis opnieuw een stimulerend beleid kunnen voeren en dan is een start van renteverlagingen vanaf een hoger niveau dan het huidige, noodzakelijk om het rentewapen weer te kunnen inzetten. Yellen duidde op verdere verhogingen in 2018, maar we zien aan de koersen van de futures op de Amerikaanse geldmarkt dat men

de kans op twee of drie renteverhogingen in 2018 nauwelijks hoger inschat dan 10%. De verwachtingen van de Fed en die van de markt lopen wat dat betreft dus nogal uiteen.

Janet Yellen kondigde bovendien, zoals verwacht, in september aan dat de Fed in oktober start met de afbouw van de bankbalans. Daar staan nu, dankzij de stimuleringsmaatregelen tijdens de financiële crisis, voor \$ 4.500 miljard aan opgekochte obligaties. In september 2008 was deze post nog maar zo'n \$ 900 miljard. Tot nu toe werden de opbrengsten van de afgeloste leningen steeds opnieuw geïnvesteerd, maar daar komt een einde aan. De afbouw van de balans zal echter zeer geleidelijk gaan, omdat de Fed wil dat de impact daarvan op de financiële markten zo gering mogelijk zal zijn. In de laatste drie maanden van 2017 zal maandelijks maximaal \$ 10 miljard aan inkomsten uit aflossende obligaties niet worden geherinvesteerd. Daarna zal dat elk kwartaal met \$ 10 miljard worden verhoogd, tot uiteindelijk een bedrag van \$ 50 miljard per maand wordt bereikt. De afbouw van de balans is de derde mijlpaal voor de Federal Reserve tijdens de termijn van bankpresident Janet Yellen. Eerst werd in oktober 2014 het opkoopprogramma beëindigd. De tweede mijlpaal was de eerste renteverhoging sinds de financiële crisis in december 2015. In 2016 volgde een tweede renteverhoging en dit jaar werd de rente in maart en juni met 25 basispunten verhoogd. In september liet de Fed de geldmarktrente ongewijzigd.

Vooruitzichten en beleggingsbeleid

In het afgelopen kwartaal vroegen veel beleggers zich af of zij zich zorgen zouden moeten maken om een hogere rente. Tot nu toe zien we geen nerveuze reacties op de aandelenmarkten en die zijn ook niet nodig omdat de hoge waarderingen ondersteund worden door een flinke winstgroei. De zogeheten FANG-aandelen (Facebook, Amazon, Netflix en Google) en andere technologieaandelen, hebben de waarderingen van de Amerikaanse beurzen opgestuwd tot boven het langjarige gemiddelde. Onze analyses duiden er niet op dat de nieuwe Amerikaanse media- en techaandelen fors zijn overgewaar-

EURUSD exchange rate no longer driven by rates differential



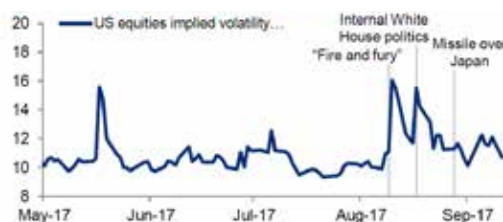
Bij het verloop van valutakoersen speelt ook het verschil in de reële (voor inflatie-gecorrigeerde) rentetarieven een rol.

Source: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

deerd. Wij vinden die hogere waarderingen gerechtvaardigd als we kijken naar de veel hogere trendmatige groei en de hogere winstmarges van deze ondernemingen, vergeleken met die van de ondernemingen die enkele decennia geleden de index bepaalden. De aandelenbeurzen zijn niet goedkoper, maar bij de lage rentes bieden zij toch relatief betere rendementsvooruitzichten. Dat geldt in het bijzonder voor de aandelen van de opkomende markten, die relatief nog niet hoog gewaardeerd zijn. De groei van de middenklasse in de opkomende landen geeft een impuls aan de groei van de ondernemingen daar, met een niveau dat ligt boven dat van de ontwikkelde westerse markten.

Op de kapitaalmarkt zien we vooral een effect van de monetaire politiek op de korte rentes, maar er is nauwelijks invloed op de rentes voor de langere looptijden. De inflatieverwachtingen blijven ook laag. De recente toelichting van Janet Yellen vormt geen indicatie dat het renteklimaat totaal omdraait; de uitvoering van het monetaire beleid geschiedt voorspelbaar en geleidelijk. Bovendien zitten alle andere centrale banken nog volop in de verruimingsmodus. De Bank of Japan en de Europese Centrale Bank (ECB) zijn nog iedere dag op de markten actief om obligaties op te kopen. Als ook de andere centrale banken in een verkrappingsmodus zouden zitten, zou de gevoeligheid van de markt veel groter zijn. De nog steeds gematigde inflatie en de appreciatie van de euro, maken een afbouw door de ECB van het aankoopprogramma in 2018 minder urgent, hoewel het opkoopprogramma voor een aantal eurolanden de overeengekomen maximale omvang nadert. Vanwege deze onzekerheid geven we de voorkeur aan obligaties met kortere looptijden en vooral aan bedrijfsobligaties. We zijn echter wel wat terughoudender geworden t.a.v. de zogeheten High Yieldobligaties, omdat de rentepremies op deze obligaties ('spreads') reeds fors zijn geslonken. Tegelijkertijd voelen we ons nog steeds comfortabel met beleggingen in aandelen.

Volatility spikes this summer driven by US-North Korea tensions - but markets take a sanguine view, with spikes low and falling



Source: Bloomberg

Wim Zwanenburg publiceert met een zekere regelmaat artikelen voor diverse websites. Deze artikelen zijn ook terug te vinden op www.stroevelemburger.nl, onder 'publicaties' voor de artikelen. Hij is ook regelmatig te beluisteren op BNR Nieuwsradio, o.a. in het programma BeursWatch.