

De afgelopen kwartalen hebben wij steeds de visie en verwachtingen van de bij onze relaties betrokken banken en vermogensbeheerders met u gedeeld. Ook voor het laatste kwartaal van 2019 doen wij dat weer. In deze mail vindt een samenvatting van de op dit moment bij ons beschikbare visies. Het betreft ABN Amro Bank, Bank Degroof Petercam, BNP Paribas Wealth Management, ING Investment Office, Rabobank, Van Lanschot Bankiers en de vermogensbeheerders DIMA, Stroeve & Lemberger en Wealthon. Bij deze inventarisatie is ook de input van Financiële Diensten Amsterdam betrokken.

### **Terugblik**

Tijdens het derde kwartaal zagen we een voortzetting van het beeld uit de voorgaande kwartalen. Het groeitempo van de wereldeconomie zwakt verder af. Zo is de groei van de Amerikaanse economie terug gezakt van 3,1 procent op jaarbasis in het eerste kwartaal tot rond de 2 procent in het derde kwartaal. Met een percentage van iets boven de één groeit Europa beduidend minder. De wereldeconomie ondervindt vooral schade van het Amerikaans-Chinese handelsconflict. Ook politieke verdeeldheid, onder andere de zich voortslepende onduidelijkheid rond de Brexit, doet de onzekerheid toenemen. Dat tast de investeringsintenties van bedrijven aan. Maar inmiddels zijn de gesprekken tussen de Amerikanen en Chinezen weer hervat, lijkt er toch enig schot te zitten in het Brexit-dossier en ontstaat er voorzichtig weer enig optimisme. Lichtpunt is dat in de Verenigde Staten, Azië en Europa de consumptie sterk is gebleven.

Na een kleine dip in augustus hebben in het derde kwartaal ook de effectenbeurzen weer de weg omhoog gevonden. Wereldwijde aandelenmarkten stegen in de eerste drie kwartalen met 23,32 procent, Europa met 19,24, de Pacific met 14,34, Emerging Markets met 11,04 en Amerika zelfs (in euro's gemeten) met 25,94 procent. Ook grondstoffen en onroerend goed hebben sterk positieve resultaten weten te behalen. Evenzo obligaties als gevolg van de dalende rente.

### **Vooruitzichten economie**

De groei van de industrie is eerst in Europa en nu ook in Amerika tot stilstand gekomen. De industriële PMI (Purchasing Managers Index) is gedaald naar een waarde van respectievelijk 45,6 voor Europa en 47,8 voor Amerika. Een niveau onder de 50 duidt op krimp. Het cijfer voor dienstverlenende sectoren houdt het totaalcijfer in beide gevallen nipt boven de 50. Door de relatief grote afhankelijkheid van export, blijken vooral de economieën van Europa en Japan kwetsbaar. Binnen Europa ziet BNP Paribas met name gevolgen voor Duitsland en Italië, waarvan de economieën stagneren. In Amerika blijft de binnenlandse vraag (goed voor 68 procent van het Bruto Binnenlands Product), dankzij een sterke stijging van de werkgelegenheid en een loonsverhoging van circa drie procent, op de goede weg. Dat voorkomt dat een vertraging van de industriële sector zich vertaalt in een algemene economische recessie.

Degroof Petercam ziet ook duidelijke afzwakking in China en andere opkomende economieën. De centrale banken van de meeste opkomende landen hebben een cyclus van renteverlagingen aangevat om de vertraging van hun economie tegen te gaan en de risico's van Amerikaans protectionisme te beperken. China gebruikt zijn munt om de negatieve effecten op de economie te beperken. De depreciatie van de yuan zal echter beperkt blijven, omdat de wisselkoers een gevoelige factor is in de handelsbesprekingen met de Verenigde Staten.

Ook in de ontwikkelde economieën proberen centrale banken inflatie en groei aan te wakkeren. Met een aantal renteverlagingen heeft de Amerikaanse FED de rente met 0,50 procent verlaagd naar 2,00 procent. In Europa heeft de ECB medio september een nieuw pakket steunmaatregelen aangekondigd. De beleidsrente is ook hier verder verminderd tot min 0,50 procent. Toch mag niet uitgesloten worden dat de rente nog verder zal worden verlaagd. Stroeve & Lemberger signaleert dat veel economen van mening zijn dat de effectiviteit van dergelijk monetair beleid aan het afnemen is. Een deel van de economen (waaronder Klaas Knot, president van De Nederlandsche Bank) vindt inmiddels dat de negatieve effecten van de lage of negatieve rente de positieve effecten overtreffen. Het percentage wereldwijde obligaties dat een negatieve rente heeft, komt op dit moment al op ruim een kwart.

### **De verwachting voor obligaties**

Rendement maken met beleggingen in obligaties wordt steeds lastiger. ABN Amro geeft aan dat voor obligatiebeleggers liquiditeiten een aantrekkelijk en risicovrij alternatief blijven. De Rabobank ziet de beste kansen bij investment grade obligaties in obligaties in andere valuta dan de euro. Niet vanwege valutarisico's, maar omdat de rente daar nog meer ruimte heeft om te dalen. Inmiddels heeft de nieuwe FED-voorzitter laten blijken dat negatieve rentes tot het verleden dienen te behoren. Er komt dus wat reactie op gang.

### **De verwachting voor aandelen**

Met het stijgen van de effectenbeurzen zijn de waarderingen van aandelen opgelopen maar nog niet in extreme mate. De Rabobank ziet de wereldwijde index een koers/winstverhouding noteren van 15,4 versus een historisch gemiddelde van 15,7. De lage rente en het gebrek aan alternatieven zorgen voor steun. Bij de opkomende landen noteert de koers/winstverhouding zelfs duidelijk onder het historisch gemiddelde. DIMA noemt de stijgende risicopremies bij aandelen, waarmee de relatieve aantrekkelijkheid van aandelen verder verbetert. Want hoe hoger de risicopremie, hoe aantrekkelijker aandelen ten opzichte van obligaties. BNP Paribas zet op korte termijn positief in op Amerikaanse aandelen. Dat omdat de Amerikaanse aandelen profiteren van hun defensieve karakter, hun lage volatiliteit, de samenstelling van de markt (belangrijk gewicht groeiaandelen), het zeer grote gewicht van deze markt in de wereldwijde indexen en de overvloedige liquiditeit ervan. ING handhaaft de overweging voor aandelen en de tactische regioverdeling, met een overweging voor Amerikaanse aandelen en onderweging voor Japanse aandelen. Aandelen uit Europa, Pacific en opkomende markten zijn neutraal gewogen. ABN Amro opereert iets voorzichtiger.

De meest recente bear market checklist getuigt nog steeds van weinig neerwaarts risico, met 4 van de 18 signalen die op rood staan. Bovendien refereren de gekleurde signalen vooral naar die componenten die te maken hebben met de rente. Een verdere verlaging daarvan door de FED zal voor betere indicatoren zorgen.

	Start Of Proper Bear Markets		Now
	Mar-00	Oct-07	
<b>Global Equity Valuations</b>			
Trailing PE	33	17	18
Fwd PE	24	14	15
DY	1.3	2.1	2.5
CAPE	48	30	24
Global Equity Risk Premium	1.0%	3.3%	5.2%
<b>US Yield Curve (10Y minus 2Y, in bp)</b>			
	-50	0.0	1bp
<b>Sentiment</b>			
Global Analyst Bullishness (std dev)	1.7	1.0	0.4
US Panic Euphoria Model	1.09	0.42	-0.11
Global Equity Fund Flows (3y as % of Mkt cap)	2.9%	0.7%	0.1%
<b>Corporate Behaviour</b>			
Global Capex Growth (YoY)	8% (1999)	11% (2007)	0% (2020e)
M&A (Previous 12m as % of Mkt cap)	11.4%	8.1%	4.8%
IPOs (Previous 12m as % of DM Mkt cap)	0.70%	0.40%	0.2%
<b>Profitability</b>			
Global RoE	12.2%	16.1%	12.9%
Global EPS (\$, % from previous peak)	35%	117%	13%
<b>Balance sheets / credit markets</b>			
Asset/Equity (US Financials)	16x	16x	10x
Net Debt/EBITDA (US ex Fins)	1.8x	1.4x	1.6x
US HY Bond Spread	600bp	600bp	475bp
US IG Bond Spread	175bp	175bp	130bp
<b># of sell signals</b>	17.5/18	13/18	4/18

Source: Citi Research

### Samenvatting

Monetaire stimulering legt een bodem onder de economie en daarmee effectenbeurzen. Alhoewel dit jaar de economische groei verzwakt lijkt deze vanaf 2020 te stabiliseren of voorzichtig te kunnen herstellen. Aandelen zijn niet overgewaardeerd en het risico op een forse terugval is gering. Rendement maken met obligaties blijft lastig, tenzij het risico wordt opgezocht. Pas als de winsten verbeteren en er een oplossing komt voor het handelsconflict, kan de weg omhoog weer worden ingezet.

De rente lijkt nog langere tijd laag te blijven. Of deze ook negatief zal blijven, wordt waarschijnlijk in het lopende kwartaal duidelijk.

Met vriendelijke groet,

Team De Weygerbergen