

# Terugblik

4 augustus 2020

α.s.r.  
de nederlandse  
vermogens  
beheerders

## Juli 2020: pas op de plaats

Na het dramatisch verlopen eerste kwartaal en een sterk, maar nog altijd slechts gedeeltelijk herstel in het tweede kwartaal, hebben financiële markten in juli een pas op de plaats gemaakt. Twee opvallende uitzonderingen in positieve zin waren aandelen opkomende markten en de euro.

Financiële markten bleven in juli dicht bij huis, althans: in euro's gemeten. De meest opvallende koersontwikkeling vond namelijk voor de verandering op valutamarkten plaats. In juli daalde de Amerikaanse dollar zo'n 5% in waarde ten opzichte van de euro. Eigenlijk is het beter om te spreken van een 'sterke euro' dan van een 'zwakke dollar', want ook ten opzichte van bijvoorbeeld de Chinese yuan en de Japanse yen steeg de euro in waarde. Voor de rendementen op aandelen betekende dit dat waar bijvoorbeeld de Amerikaanse en de Chinese beurzen 4-6% koerswinst boekten in lokale valuta's, daar voor eurobeleggers hooguit een licht positief rendement van overbleef. Zo steeg de MSCI North America-index in euro's gemeten met 0,8%, terwijl de MSCI Asia Pacific-index licht daalde, met -0,5%.

De sterke euro was vooral ook nadelig voor Europese aandelen, die met 1,4% in waarde daalden. Per saldo daalde de MSCI World Developed Markets-index licht, met -0,3%. Aandelen opkomende markten waren de enige aandelen categorie met een bovengemiddeld hoog koersrendement: +3,7% voor de MSCI Emerging Markets-index. Dit was naast positieve rendementen op enkele Aziatische markten (naast China bijv. ook Taiwan en Maleisië) vooral te danken aan een herstel in Latijns-Amerika, met name Brazilië en Argentinië.

Europese obligatiemarkten leverden overwegend positieve rendementen op in juli, waarbij het principe gold dat risico nemen werd beloond. Waar Europese staatsobligaties gemiddeld 1% in waarde stegen, leverden 'investment grade'-bedrijfsobligaties gemiddeld 1,5% rendement op, en 'high yield'-bedrijfsobligaties 1,7%.

Tenslotte beleefde de slechtst presterende beleggingscategorie over het eerste halfjaar van 2020, beursgenoteerd vastgoed, in juli een uitgesproken vlakke maand met een rendement van 0,1% voor de MSCI Europe Onroerend Goed-index.

De rendementen van de verschillende beleggingscategorieën waren als volgt:

Rendementen (total return, in euro's)	juli	3e kwartaal	2020	12 maanden
Bloomberg Barclays Eurozone Staatsobligaties	1,0%	1,0%	3,1%	2,1%
Bloomberg Barclays Euro Bedrijfsobligaties	1,5%	1,5%	0,3%	-0,3%
Bloomberg Barclays Euro High Yield Bedrijfsobligaties	1,7%	1,7%	-3,6%	-1,2%
MSCI Europe Onroerend Goed	0,1%	0,1%	-23,5%	-10,4%
MSCI Europe Aandelen	-1,4%	-1,4%	-14,0%	-7,1%
MSCI North America Aandelen	0,8%	0,8%	-2,2%	5,7%
MSCI Asia Pacific Aandelen	-0,5%	-0,5%	-6,8%	0,8%
MSCI World Developed Markets Aandelen	-0,3%	-0,3%	-6,0%	1,5%
MSCI Emerging Markets Aandelen	3,7%	3,7%	-6,4%	0,8%
EUR/USD	5,1%	5,1%	5,0%	5,7%

Bron: Bloomberg

# Terugblik

4 augustus 2020

α.s.r.  
de nederlandse  
vermogens  
beheerders

*Tweede kwartaal 2020: een recessie van dramatische proporties, zoals verwacht*

Tegen het einde van juli werd bekendgemaakt, wat eigenlijk al bekend was. Het tweede kwartaal van 2020 is wat betreft economische groei een dramatisch slecht kwartaal geweest. De Amerikaanse economie is in dat kwartaal met 33% op jaarbasis gekrompen, na ook al een economische krimp (maar van 'slechts' 5% op jaarbasis) in het eerste kwartaal. Sinds het einde van de Tweede Wereldoorlog was de laagste gemeten economische groei in de VS -10% op jaarbasis, in het eerste kwartaal van 1958. We kunnen dus rustig stellen dat we te maken met een recessie van historische proporties.

Voor de Europese economie is het verhaal minstens zo dramatisch. Hier bedroeg de economische groei in het tweede kwartaal -12% op kwartaalbasis. Net als in de VS, was ook hier de groei in het eerste kwartaal al negatief (-3,6% op kwartaalbasis), zodat we volgens de gangbare definitie van 'twee opeenvolgende kwartalen negatieve economische groei' ook hier nu kunnen spreken van een recessie. Jaar-op-jaar bedraagt de groei in de eurozone nu -15%. Ook dat is historisch slecht, al moeten we daarbij opmerken dat de geschiedenis van economische groeicijfers voor de eurozone niet verder teruggaat dan 1999. Desalniettemin: op het dieptepunt van de 'Great Recession' van 2008-2009 bedroeg de krimp in de eurozone 'slechts' ca. 6% jaar-op-jaar.

Een lichtpuntje, al is het in dit verband wel een zeer relatief lichtpuntje, is dat de Chinese economie in het tweede kwartaal alweer uit het dal is gekropen. In het eerste kwartaal van 2020 was de Chinese economie nog met bijna 7% jaar-op-jaar gekrompen, maar in het tweede kwartaal werd een positieve (en meevallende) groei van 3,2% jaar-op-jaar genoteerd. Dit is nog wel altijd ruimschoots minder dan de minimaal 6% groei waar China de afgelopen decennia aan gewend is geraakt, en natuurlijk gelden ook nu de gebruikelijke voorbehouden ten aanzien van de betrouwbaarheid van Chinese groeicijfers.

*Na het bitter, nu het zoet?*

Voor beleggers zijn de economische groeicijfers over het tweede kwartaal feitelijk maar in beperkte mate relevant, want inmiddels voltooid verleden tijd, en 'beleggen in de achteruitkijkspiegel' is nog nooit een succesvolle strategie gebleken. Wie wil weten hoe de wereldeconomie er nu voor staat, kan beter kijken naar vertrouwensindicatoren, en dan vooral naar indicatoren voor producentenvertrouwen, zoals de 'ISM'-index' in de Verenigde Staten en de 'Purchasing Manager Indices ('PMI's) in de eurozone en China. Het beeld dat die indicatoren schetsen is dat inmiddels een sterk, bijna 'V-vormig' economisch herstel gaande is. De opgaande lijn van deze 'V' begon al in maart in China, en werd gevolgd door Europa in mei en de VS in juni. Inmiddels staan indicatoren voor producentenvertrouwen zowel in de VS als China op historisch bovengemiddelde niveaus. Europa blijft daarbij nog licht achter, maar heeft relatief de afgelopen maanden wel het sterkste (en meest verrassende) herstel laten zien. Overigens wordt het herstel in toenemende mate bevestigd door 'harde' economische indicatoren, zoals de industriële productie in de VS en detailhandelsverkoop in de VS, eurozone en China.

Tot zover het goede nieuws. Na de huidige, sterke eerste herstelfase volgt naar verwachting een overgangsfase naar meer gematigd groeiherstel. Mede gezien het opnieuw opslaan van het coronavirus in o.a. de VS en diverse opkomende landen, ligt voor de komende maanden dan ook eerder een stabilisatie van vertrouwensindicatoren in de lijn der verwachting, dan een verdere sterke stijging. Tot op zekere hoogte is dit ook het verhaal dat indicatoren voor consumentenvertrouwen vertellen. Het eerste vertrouwensherstel onder zowel Amerikaanse als Europese consumenten in juni heeft in juli niet verder doorgezet. Naast het recente opslaan van het coronavirus (m.n. in de VS), zal dit ook te wijten zijn aan de recente ontwikkelingen op de arbeidsmarkt. Het onverwachte herstel van de Amerikaanse

# Terugblik

4 augustus 2020

α.s.r.  
de nederlandse  
vermogens  
beheerders

arbeidsmarkt direct na het dieptepunt van de coronacrisis lijkt af te vlakken, en in de eurozone begint de werkloosheid nu pas op te lopen (van ca. 7% eind maart naar bijna 8% eind juni).

*Naast corona ruimte voor andere thema's*

Met het wegzakken van het acute crisis-sentiment rond het coronavirus, lijkt er de laatste tijd weer ruimte te ontstaan voor andere potentieel bedreigende thema's, zoals de nog altijd verstoorde verhoudingen tussen de VS en China, de evenzeer verstoorde verhoudingen tussen China en Hong Kong en, niet te vergeten, Brexit. Ook zal na afloop van de vakantieperiode de nieuwsstroom steeds meer beheerst gaan worden door de aanstaande Amerikaanse presidentsverkiezingen op 3 november.

De meeste van de genoemde thema's vormen eerder een bedreiging dan een kans voor financiële markten. Daarbij lijken bijvoorbeeld aandelen nu relatief duur. Doordat in de afgelopen tijd winstverwachtingen per saldo meer neerwaarts zijn bijgesteld dan dat aandelenkoersen zijn gedaald, is de waardering van aandelen in termen van 'koers-winstverhoudingen' verslechterd. Daarbij is wel de vraag hoeveel slecht nieuws al is 'ingeprijsd'. Winstverwachtingen door analisten zijn inmiddels al zover naar beneden bijgesteld, dat de winstcijfers die bedrijven tot nu toe over het afgelopen kwartaal hebben bekendgemaakt eigenlijk per saldo juist meevielen. Dit geldt natuurlijk niet voor alle bedrijven en sectoren. Bedrijven die actief zijn in bijvoorbeeld de luchtvaart of de energiesector hebben juist een extreem zwaar kwartaal achter de rug.

*Neerwaartse rentedruk door monetaire verruiming, ondanks fiscale stimulering*

Overigens geldt alleen niet voor aandelen dat deze duur ogen, dat geldt des te meer voor staatsobligaties. Lange rentes zijn de laatste tijd weer gedaald, zelfs richting de historische dieptepunten van een jaar geleden. Daarbij blijven de aankoopprogramma's van centrale banken een belangrijke rol spelen. In de VS lijkt inmiddels zelfs sprake van 'yield curve control' door de Fed, waarbij lange rentes rond een vast niveau worden gehouden, een vorm van monetair beleid die de Bank of Japan al langere tijd hanteert. Zowel de Fed als de ECB heeft aangegeven te verwachten hun (extreem) ruime monetaire beleid nog langere tijd (in ieder geval tot in 2021) te zullen handhaven. Daarmee lijkt het onwaarschijnlijk dat lange rentes de komende tijd snel zullen oplopen.

Wat wel voor hogere rentes pleit, maar dan vooral op langere termijn, is dat als gevolg van de coronacrisis de o.a. door ECB-voorzitter Lagarde gewenste fiscale stimulering er eindelijk is gekomen, en ook sneller en in grotere omvang dan een paar maanden geleden voor mogelijk werd gehouden. Daarbij viel in juli vooral het stimuleringsplan van de Europese Commissie ter waarde van € 750 miljard (grotendeels gebaseerd op het eerdere Frans-Duitse plan van € 500 miljard) op. Dit plan is een potentiële 'game changer' in de richting van verdere Europese integratie, al moet het nog wel door het Europees parlement worden geloodst (en daarna succesvol worden geïmplementeerd). In ieder geval heeft de Europese Unie met dit plan voor de verandering meer daadkracht getoond dan de Verenigde Staten, waar Republikeinen en Democraten er nog niet over uit zijn hoe aan de eerdere 'corona-noodmaatregelen' een vervolg moet worden gegeven. Waarschijnlijk is dit ook de belangrijkste verklaring voor de waardestijging van de euro ten opzichte van de Amerikaanse dollar in juli. Hoe dan ook lijkt het onvermijdelijk dat de oplopende begrotingstekorten, zowel in Europa als in de VS, uiteindelijk zullen leiden tot hogere overheidsschulden. 'Ceteris paribus' zouden hogere staatsschulden weer tot hogere rentes moeten leiden, maar zoals gezegd lijkt dit op korte termijn nog niet aan de orde.

# Terugblik

4 augustus 2020

α.s.r.  
de nederlandse  
vermogens  
beheerders

## Disclaimer

Dit document is samengesteld door ASR Vermogensbeheer N.V. (hierna a.s.r. vermogensbeheer). a.s.r. vermogensbeheer staat onder toezicht van de Autoriteit Financiële Markten ("AFM") te Amsterdam en beschikt over een vergunning voor het beheren van beleggingsinstellingen op grond van art. 2:65 Wft. Het is a.s.r. vermogensbeheer toegestaan om onder haar vergunning de volgende beleggingsdiensten te verlenen: het beheren van een individueel vermogen, het verstrekken van beleggingsadvies en het ontvangen en doorgeven van orders met betrekking tot financiële instrumenten. ASR Vermogensbeheer is opgenomen in het register als bedoeld in artikel 1:107 Wft.

De inhoud van deze presentatie is gebaseerd op betrouwbaar geachte informatiebronnen. Er wordt echter geen garantie of verklaring gegeven omtrent de juistheid, volledigheid en actualiteit van die informatie, noch uitdrukkelijk, noch stilzwijgend. De verstrekte informatie is uitsluitend indicatief en aan verandering onderhevig. Prognoses vormen geen betrouwbare indicator voor toekomstige resultaten. Aan de inhoud van deze presentatie, waaronder eventuele berekende waarden en weergegeven resultaten, kunnen geen rechten worden ontleend. De waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.

Alle copyrights en overige informatie in deze presentatie is eigendom van a.s.r. vermogensbeheer. De informatie is alleen bedoeld voor bepaalde (ontvangende) partijen en is vertrouwelijk.

De in/via deze presentatie verstrekte informatie is geen aanbod, beleggingsadvies of financiële dienst. De informatie is ook niet bedoeld om enig persoon of instantie aan te zetten tot het kopen of verkopen van enig financieel product, waaronder rechten van deelneming in een beleggingsfonds, of tot het afnemen van enige dienst van ASR Vermogensbeheer, noch is de informatie bedoeld als basis voor een beleggingsbeslissing.

Voor de toepasselijke voorwaarden en risico's van de in deze presentatie vermelde a.s.r. vermogensbeheer beleggingsfondsen wordt verwezen naar de prospectussen, fondsvoorwaarden en essentiële beleggersinformatie (EBI) van deze fondsen. Exemplaren hiervan en van de jaarverslagen zijn verkrijgbaar via [www.asrvermogensbeheer.nl](http://www.asrvermogensbeheer.nl), waar ook alle gegevens van a.s.r. vermogensbeheer kunnen worden geraadpleegd.