



ZWAKKE EURO WAARDELOOS

De aandelenmarkten hebben het de afgelopen maanden moeilijk gehad met de beurscrisis in China en het rentebeleid van de Fed.

Is dit een beursstorm geweest waar koopjesjagers gebruik van hebben kunnen maken? Hans Stoter, Chief Investment Officer NN Investment Partners, gaat daar uitgebreid op in.

HANS STOTER,
CHIEF INVESTMENT OFFICER
NN INVESTMENT PARTNERS



Hans Stoter: “Markten werden in belangrijke mate gedreven door sentiment, waarbij inderdaad China en de Federal Reserve (Fed) een hoofdrol speelden. In onze tactische asset allocatie houden we hier absoluut rekening mee, we monitoren de marktdynamiek door middel van een reeks modellen en indicatoren. Maar we zijn ook fundamentele beleggers, met een langeretermijnhorizon waarbij een gedegen fundamentele analyse essentieel is. Ons doel is om altijd adequaat gepositioneerd te zijn in onze portefeuilles en gebruik te maken van de kansen die zich voordoen, zonder dat we daarbij excessieve risico’s nemen. Proberen de bodem in de markt exact te timen is geen topprioriteit.”

Veel beleggers zijn geschrokken van de beurscrisis in China. Grofweg gesproken is de beurs van Shanghai in de periode mei 2014 tot mei 2015 met 150% gestegen en daarna met 40% gedaald. Past dit wel bij het economische plaatje? En wanneer

*zijn Chinese aandelen weer koopwaardig? “De groei van de Chinese economie zit al enkele jaren in een neerwaartse trend. Daar past zo’n stijging normaal gesproken niet bij. Het feit dat de Chinese autoriteiten particuliere beleggers aangemoedigd hebben om te beleggen en dat hierbij flink aan *margin trading* is gedaan, is wel bekend. De fundamentele problemen van China enerzijds en de stimuleringsmaatregelen anderzijds leiden tot een spanningsveld met verhoogde volatiliteit, zeker wanneer Chinese beleggers geen mogelijkheid hebben om buiten de landsgrenzen te beleggen. Dus wat dat betreft kun je zeggen dat het in het economische plaatje past. Kijkend naar het fundamentele plaatje en de risico-rendementsverhouding, denken wij dat er buiten China betere mogelijkheden liggen om te beleggen.”*

De Amerikaanse centrale bank blijft een renteverhoging maar uitstellen. De core-inflatie staat op 1,8%. Wat is de reden om de rente niet te verhogen? “Gezien de binnenlandse situatie

is er weinig reden om een renteverhoging uit te stellen. Maar de Fed is duidelijk gevoeliger geworden voor externe factoren, zoals de risico’s in opkomende markten, de gedaalde olieprijs en de sterke dollar. Yellen gaf aan dat de sterke dollar en de gedaalde beurzen op zichzelf al tot krappere financiële condities hebben geleid. De Fed hoeft zich dus niet te haasten.”

Centrale bankiers, onder wie ex-ECB-president Jean-Claude Trichet, wekken de indruk dat het ruime monetaire beleid noodzakelijk is geweest om iets als een ‘depressie’ te voorkomen. Deelt u die mening? “Ja, al is de term depressie wellicht wat zwaar aangezet. Politici hebben de neiging om procyclisch te stimuleren in plaats van contracyclisch. Ook nu gebeurt dat weer: nu het economisch beter gaat, komt er lastenverlichting. De centrale bank blijft als enige over om te kunnen stimuleren als andere beleidsmakers het niet doen.”

Bij het effect van kwantitatieve verruiming (QE) wordt in toenemende mate vraagtekens geplaatst.

Wat is volgens u het effect geweest? “QE heeft gezorgd voor een ondersteuning van assetprijzen op een moment dat dit zeer noodzakelijk was. Anderzijds is het effect van QE op de langere termijn dat je lenen te goedkoop maakt en daarmee het risico loopt het zaadje van een nieuwe kredietbubbel te planten, indien je niet op tijd weer de rente verhoogt of met QE stopt. Je ziet nu hoe moeilijk het voor centrale banken is om dit onconventionele beleid los te laten, omdat er altijd wel een reden is om niet te verhogen. Als je het besluit neemt, is er geen weg meer terug. Bij een keuze maken hoort nu eenmaal dat je andere paden afsluit. Toch zal dat besluit genomen moeten worden.”

De wereldhandel wil niet goed van de grond komen. Zal die door de lage grondstoffenprijzen en de digitalisering van de wereld ooit weer op het oude niveau komen? “Wereldhandel is in principe iets goedkoop produceren in het ene land, waarbij een consument in een ander land bereid is dat product te kopen. Als de verschillen in productiekosten dalen door kleiner wordende verschillen in welvaart in de wereld, maar ook door digitalisering, is er minder noodzaak voor wereldhandel. Voor de economie als geheel is dat geen negatieve ontwikkeling. Als in China de lonen met 20 tot 30% stijgen, wordt het voor het Westen minder interessant om Chinese producten te kopen. Anderzijds gaan Chinese producenten zich daardoor meer richten op de lokale vraag. Daarmee hef je de noodzaak voor een deel van de wereldhandel op.”

Instanties als de Wereldbank en het IMF hebben hun groeiverwachtingen voor de economie naar beneden bijgesteld. Wat zijn jullie verwachtingen voor de wereld, de westerse economieën en de opkomende markten? “Voor 2015 verwachten wij voor de wereldeconomie een groei van het reële bbp van 2,9% en voor 2016 een groei van 3,0%. Voor de ontwikkelde economieën verwachten we een reële bbp-groei van 1,9 en 2,2% voor respectievelijk 2015 en 2016. Voor de opkomende economieën liggen deze cijfers op respectievelijk 4,1 en 4,0%.”

Ik kan me niet aan de indruk onttrekken dat er een soort zwartepietenspel wordt gespeeld. Landen als China zeggen: “Wij zullen onze doelstellingen halen als westerse landen voldoende groeien.” Westerse landen zeggen op hun beurt: “Wij kunnen de groei handhaven als landen als China hun doelstellingen bereiken.” Kortom, wie zijn de trekpaarden van



BIJ VEEL BANKEN EN VERMOGENSBEHEERDERS STAAT BEHOEFTE PARTICULIERE BELEGGERS WEINIG CENTRAAL

de wereldeconomie? “Het is opvallend dat een half jaar geleden vooral werd gesproken over een lager risico van een harde landing voor de opkomende markten, dankzij de aantrekkende vraag in de ontwikkelde economieën. Dat beeld is gedraaid. Nu wordt vooral gefocust op de negatieve impact die de vertraagde groei in de opkomende wereld heeft op de potentiële groei in de ontwikkelde economieën. Verwachtingen en sentiment kunnen dus in een relatief korte periode zodanig veranderen dat oorzaak en gevolg omgedraaid worden. En doordat verandering in verwachtingen invloed heeft op de uitkomst, creëert het sentiment in feite deels zijn eigen gelijk. Onze verwachting is overigens dat het groeimomentum in de opkomende markten enigszins zal verbeteren en dat de ontwikkelde economieën veerkracht tonen.”

Het is begrijpelijk dat individuele landen hun aandeel in de wereldeconomie willen vergroten. Kan dat zonder valutaoorlog? “Veel landen, of economische blokken als de eurozone, willen graag een zwakkere munt om zo hun economie te stimuleren, maar

op langere termijn levert dat niets op. Je kunt als beleidsmaker proberen de euro te verzwakken tegenover bijvoorbeeld de dollar, maar als in reactie daarop Amerikaanse beleidsmakers de dollar weer verzwakken, ben je in principe terug bij af. Als je je aandeel in de wereldeconomie wilt vergroten, moet je zorgen dat je competitief bent, met lagere productiekosten, aantrekkelijke technologie of een goed vestigingsklimaat. Er moet een reden zijn waarom men in jouw land wil produceren en iets van jou wil kopen. Ik denk dat kwaliteit en innovatie de belangrijkste onderscheidende factoren zijn. Lage kosten werken ook, maar alleen op de kortere termijn. Er is uiteindelijk altijd wel weer iemand anders die goedkoper is. Als je in staat bent hoogstaande kwaliteit te leveren en te blijven innoveren, ben je op de langere termijn de grote winnaar.”

Een van de manieren om naar aandelen te kijken is door ze fundamenteel te beoordelen. Hoe kunnen de bedrijfsresultaten zich gaan ontwikkelen? “Analisten hebben hun verwachtingen voor de winstgroei in de ontwikkelde markten de afgelopen maanden behoorlijk verlaagd, vanwege de effecten van de groeivertraging in opkomende markten, lagere grondstofprijzen en de volatiliteit in valuta's op de bedrijfswinsten. Veel beursgenoteerde bedrijven in de ontwikkelde markten zijn voor een aanzienlijk deel van hun omzet afhankelijk van opkomende markten. Valutadepreciatie en zwakkere groei drukken op de omzet. Consumentensectoren, industrie en grondstofgerelateerde sectoren worden het hardst geraakt. Voor de VS gaan we uit van een winstdaling voor dit jaar van circa 2%. Voor 2016 verwachten we 5% groei. Voor de eurozone hebben we onze taxatie verlaagd van 15 naar 11% winstgroei dit jaar. Voor 2016 rekenen we op 8% groei. Voor Japan verwachten we een groei van respectievelijk 9 en 7%.”

Wat is jullie visie op de ontwikkeling van de rente? “We zien weer een dalende trend in de 10-jaars rentes, door de zorgen omtrent China en opkomende markten, maar ook vanwege de verwachtingen ten aanzien van het monetair beleid. De verwachting voor de eerste renteverhoging van de Fed is verder vooruitgeschoven, terwijl markten ook een uitbreiding van het QE-programma van de ECB verwachten. Dit heeft geleid tot dalende rentes in de VS en de eurozone. We verwachten dat de rentes nog lang laag zullen blijven, vooral in de eurozone, vanwege de relatief lage

economische groei, aanhoudend lage inflatie en het opkoopprogramma van de ECB dat zorgt voor schaarste aan liquide, hoogwaardige obligaties.”

De toenemende druk om stabiele rendementen te behalen zet pensioenfondsen aan tot investeren in de wereldwijde multi asset-sector, zo blijkt uit een onderzoek van jullie. Meer dan drie op de vier (76%) respondenten denkt dit. Waarom is beleggen zo moeilijk geworden? “Ten eerste zien we dat markten een stuk volatieler zijn geworden, en ten tweede hebben beleggers te maken met zeer lage rentes op relatief veilige staatsleningen. Dit zijn in mijn ogen de twee belangrijkste ontwikkelingen die pleiten voor een multi asset-beleggingsaanpak. Wat betreft de volatilititeit zien we dat markten de laatste tijd meer worden gedreven door sentiment dan door economische fundamentals. Ze zijn verslaafd geraakt aan de stimulering van centrale banken en reageren daarom vaak sterk op verwachte veranderingen in monetair beleid. Gezien dit volatiele beleggingsklimaat is een actieve asset allocatie met oog voor kansen én risico's van groot belang. We zien daardoor een trend dat beleggers hun asset allocatie uitbesteden aan specialisten. Ook de grote performanceverschillen tussen de verschillende regio's en sectoren pleiten voor een actieve tactische asset allocatie.”

“Wat de lage rentes betreft moeten pensioenfondsen, gezien hun verplichtingen, op zoek naar hoger renderende beleggingen om voldoende rendement te maken. Particulieren hebben te maken met zeer lage rentes op spaarrekeningen. Relatief conservatieve beleggers worden dus beperkt in hun beleggingsmogelijkheden. Door demografische ontwikkelingen en veranderende regelgeving groeit deze groep in omvang. Flexibele multi asset-strategieën bieden traditionele obligatiebeleggers echter een alternatief, dankzij de toegang tot een groter aantal mogelijkheden om rendement te halen, zonder dat het portefeuillerisico sterk toeneemt. Beleggers met een bescheiden risicoprofiel doen er daarom goed aan om het renterisico in hun portefeuille deels te verruilen voor potentieel beter renderende alternatieven in andere beleggingscategorieën.”

Moet je als belegger een doel hebben? “Dat denk ik wel. Je kunt natuurlijk beleggen omdat je het gewoonweg leuk vindt, maar veel mensen beleggen met een bepaald doel voor ogen, zoals de studie van de kinderen of aanvulling op het pensioen. Met de terugtrekkende overheid zal

die ontwikkeling alleen maar toenemen. Toch staat bij veel banken en vermogensbeheerders de behoefte van particuliere beleggers nog te weinig centraal. In de meeste gevallen word je gevraagd naar je risicoprofiel en daar hoort dan een portefeuille bij. Maar daar hebben mensen geen beleving bij. De behoefte moet centraal staan, iedere behoefte heeft zijn eigen portefeuille en aanpak nodig. Of je belegt voor je pensioen of om een caravan te kunnen kopen, daar zit nogal een verschil in. Je richt je portefeuille heel anders in als je iets op korte termijn wil bereiken dan wanneer je een veel langere beleggingshorizon hebt.”

Laten beleggers zich tegen deze achtergrond niet te veel meeslepen door de waan van de dag? “Absoluut. Wanneer je belegt met een langeretermijnhorizon, moet je je niet te veel laten leiden door het kortetermijnsentiment. De media spelen hierin ook een grote rol. Ook als er weinig gebeurt, moet de krant toch worden gevuld. De media hebben nu eenmaal altijd een verhaal nodig. Als dat er niet is, kan iets kleins al gauw uitgegroot worden. Dit draagt ertoe bij dat markten meer door sentiment worden gedreven.”

Wat is jullie visie op de diverse beurzen, zeg maar van oost naar west? “Voor de wat langere termijn hebben we een voorkeur voor regio's met een relatief hoge winstgroei, een accommoderend monetair beleid en een hoge aandelenrisicopremie (de premie ten opzichte van het rendement op staatsleningen). Dit zijn Japan en de eurozone. Zij zitten ten opzichte van de VS ook vroeger in de winstcyclus. De marges hebben nog ruimte voor groei, terwijl ze in de VS rond hun hoogtepunt liggen. Verder zijn we, na lang onderwogen te zijn geweest, wat positiever geworden voor opkomende markten en Azië ex-Japan. Veel slecht nieuws was ingeprijsd en het momentum in de winsten en in de cyclische indicatoren vertoont tekenen van stabilisatie. Aangezien het winstmomentum in de ontwikkelde markten is verzwakt, is het relatieve plaatje voor Azië en opkomende markten verbeterd. Ook de trend in kapitaalstromen wijst hierop.” 📄



Meer interviews:

cashcow.nl/COLUMNS

- Ahold in het boodschappenmandje
- De psychologische valkuilen van beleggen
- Voorkom verslaving

PASPOORT

NAAM

Hans Stoter

BURGERLIJKE STAAT

Ongehuwd

KINDEREN

Joëlle en Julian

HOOGST GENOTEN OPLEIDING

WO, Bedrijfseconomie

HOBBY'S

Hardlopen, wielrennen, golf

GEWERKT BIJ

Nomura, Philips

HUIDIGE FUNCTIE

Chief Investment Officer

WERKGEVER

NN Investment Partners

SOORT BEDRIJF

Vermogensbeheerder

MOOISTE/LEUKSTE VAKANTIE

Alaska-cruise met vader en broer

INDRUKWEKKENDE FILM

Invictus, Dead poets society

INDRUKWEKKEND BOEK

De ontdekking van de hemel

LIEVELINGSMUZIEK

Coldplay, Radiohead, Snow Patrol

FAVORIET ETEN

Indonesisch