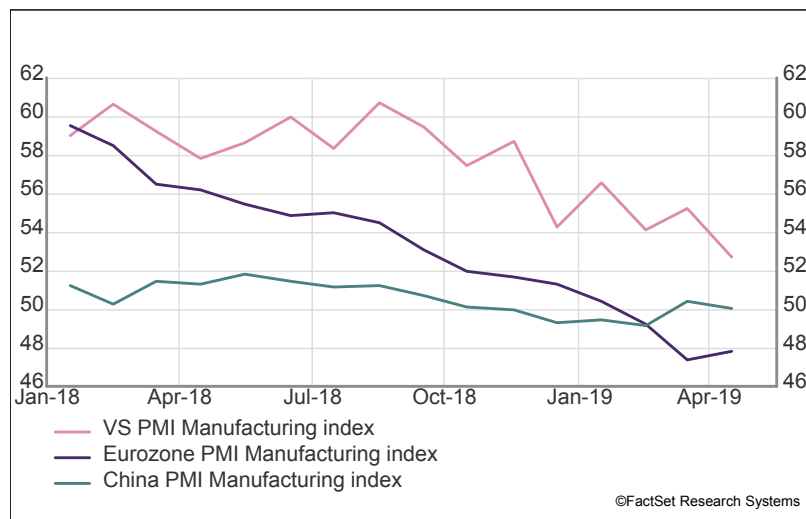


Macro-ontwikkelingen

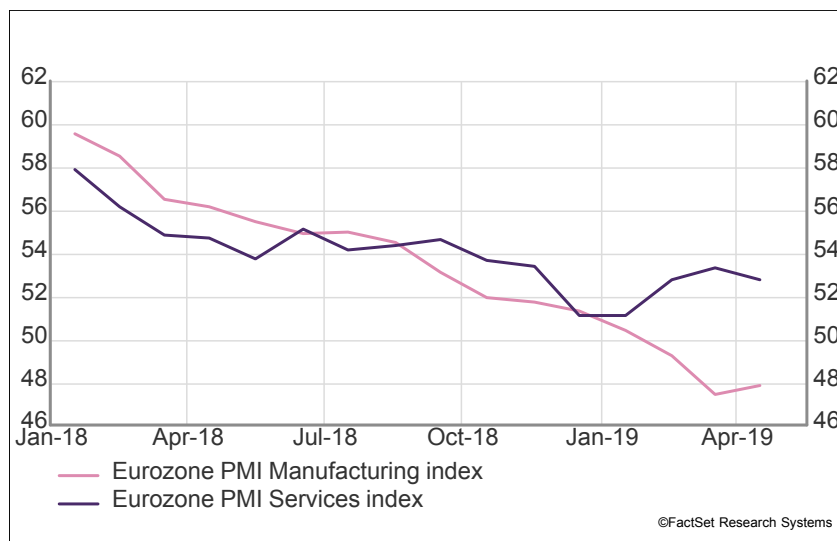
Onder invloed van de voortdurende onzekerheid over de gevolgen van de handelsoorlog tussen de VS en China verzwakte de werelddeconomie in de loop van 2018 steeds verder. Dit is duidelijk te zien in de grafiek die het verloop weergeeft van de PMI Manufacturing indexen van de VS, de eurozone en China, de inkoopmanagersindexen voor de industrie. Opvallend is het ver wegzakken van de meer exportafhankelijke Europese industrie, terwijl de Amerikaanse industrie beter overeind bleef.



Voor 2019 zijn de vooruitzichten van de Amerikaanse economie het meest van belang. In de loop van 2018 nam de economische groei in de VS toe tot circa 3%, na vele jaren van circa 2% groei. De groei werd in 2018 extra aangewakkerd door de forse belastingverlagingen voor burgers en bedrijven. Deze extra stimulans zal in de loop van 2019 geleidelijk afnemen, waardoor wij ervan uitgaan dat de groei van de Amerikaanse economie zal afzakken tot circa 2,5%. In de VS is het werkloosheidspercentage gedaald tot beneden de 4%, in de buurt van de historische dieptepunten. De krapte op de arbeidsmarkt kan een remmende invloed krijgen op de groei, hoewel zij ook leidt tot sterkere loonstijgingen die de consumentenbestedingen kunnen stimuleren. Positief is dat de huizenmarkt weer lijkt aan te trekken onder invloed van de gedaalde hypotheekrente. De verwachte groei lijkt voldoende om het bedrijfsleven in staat te stellen de winsten verder te doen toenemen, al zullen de marges onder druk kunnen komen van oplopende loonkosten en hogere financieringslasten. De winstgroei zal niet meer in de buurt komen van het excessief hoge peil van meer dan 25% dat in 2018 werd bereikt onder invloed van de belastingverlagingen. Het ligt echter niet voor de hand dat de Amerikaanse economie in 2019 in een recessie geraakt daar de economie nog niet de spanningen en excessen vertoont die normaal gesproken een voorbode zijn van een kerend economisch tij. Dit is essentieel voor de vooruitzichten van de aandelenmarkten daar de grootste correcties op de aandelenmarkten historisch altijd verband hielden met naderende recessies in de VS.

De economische groei in Europa zakte in de loop van 2018 steeds verder weg, tot niet veel meer dan 1% in het eerste kwartaal van 2019 (1,2%). Wij gaan ervan uit dat de groei zich in 2019 stabiliseert rond dit niveau, dat in de buurt ligt van het groeipotentieel van de Europese economie (de trendgroei). In de tweede helft van 2019 is een zekere opleving mogelijk, daar de groei eind 2018 werd gedrukt door grote productieproblemen in de automobielenindustrie (vooral in Duitsland). Een handelsakkoord tussen de VS en China zou zeer positief kunnen uitwerken op de Europese (auto)

industrie, mits president Trump zijn pijlen niet meteen gaat richten op de EU, wanneer zijn onderhandelingen met China zijn afgerond. Waar de Duitse industrie in de eerste maanden van 2019 nog steeds geen duidelijk herstel vertoonde, bleven de veel belangrijker consumentenbestedingen in de eurozone gestaag groeien, hetgeen duidelijk tot uitdrukking komt in het verschil tussen de inkoopmanagersindexen van de industrie en de dienstensector (zie grafiek).



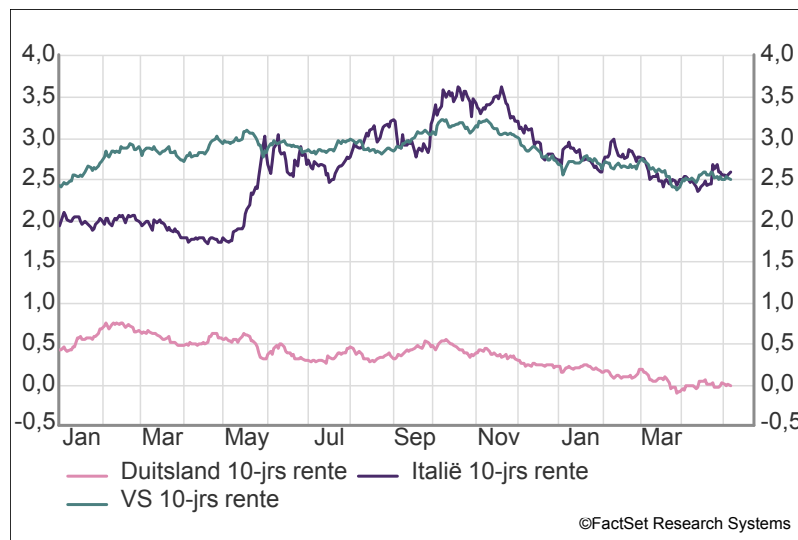
De Chinese autoriteiten proberen al jaren de kredietverlening onder controle te krijgen, vooral die in het alternatieve 'schaduwbank' circuit, hetgeen ten koste is gegaan van de economische groei. Ter compensatie proberen de autoriteiten sinds begin 2018 de economie weer te stimuleren, onder andere door meer ruimte te verschaffen aan banken om krediet te verlenen. Begin 2019 werd er nog een schepje bovenop gedaan, onder andere door belastingverlagingen, en begon de Chinese economie de eerste tekenen van oplevende groei te vertonen. Wij gaan ervan uit dat de VS en China in de eerste helft van 2019 komen tot een handelsakkoord, hetgeen van groot belang lijkt voor zowel de Chinese economie als de aandelenmarkt. Uitgaande van een normalisatie van de groei in de VS en een stabilisatie of licht herstel elders gaan wij ervan uit dat wereldeconomie in 2019 met circa 3,5% zal groeien, slechts licht beneden de groei van 3,7% in 2018.

Obligaties

Optimisme over de Amerikaanse economie, ingegeven door de belastingverlagingen, zorgde ervoor dat de Amerikaanse 10-jaars staatsobligatierente in 2018 aanvankelijk bleef doorstijgen, om in oktober/november een hoogtepunt te bereiken van rond de 3,2%. In de nerveuze beurzen van de laatste maanden van 2018 daalde de lange rente weer, doordat beleggers kozen voor veilige havens. In het beursherstel van de eerste maanden van 2019 liep de rente tegen de verwachting in niet weer op, vooral doordat de Fed eind januari de markten verraste door aan te geven dat zij een pauze zou inlassen in de serie renteverhogingen van de afgelopen jaren. Deze voorzichtige opstelling leek te zijn ingegeven door de onrust op de financiële markten in de laatste maanden van 2018. Dergelijke pauzes in een serie renteverhogingen leidden in het verleden tot slechts beperkte stijgingen in de lange rente op Amerikaanse staatsobligaties (gemiddeld ongeveer 0,25%). Het ligt daarom voor de hand dat de lange rente in de VS zich ongeveer zijwaarts zal blijven bewegen rond het niveau van 2,6% dat begin 2019 werd bereikt. Beleggingen in Amerikaanse staatsobligaties zouden daardoor in 2019 een positief rendement kunnen opleveren dat in de buurt ligt van de lopende couponrente.

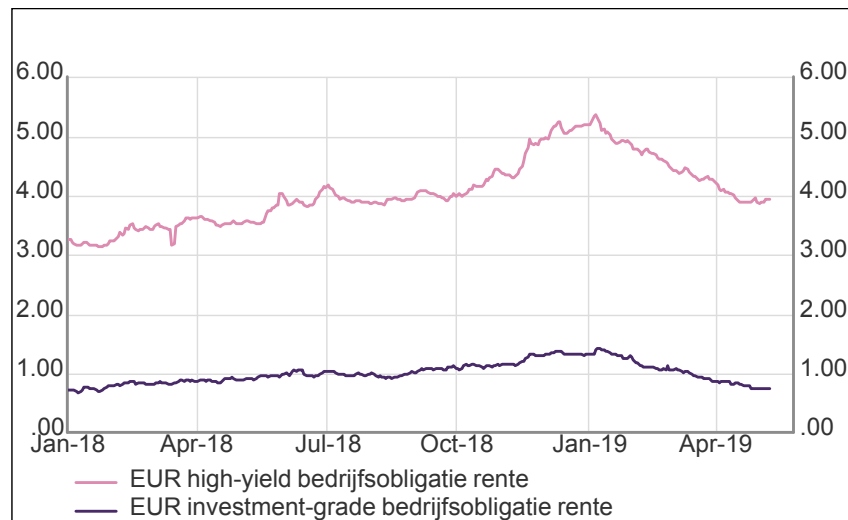
InsingerGilissen Marktvisie

Mei 2019



In de loop van 2018 en 2019 viel de staatsobligatierente in de kernlanden van de eurozone steeds verder terug, waarbij de Duitse lange rente aan het eind van het eerste kwartaal 2019 leek te stabiliseren rond het nulpunt. Alleen in Italië was sprake van een duidelijke stijging van de lange rente, vooral in mei 2018 toen de nieuwe Italiaanse regering aangaf niet terug te deinzen voor hogere overheidstekorten, tegen de wil van de EU. De Italiaanse lange rente bereikte echter al rond november 2018 een hoogtepunt rond de 3,5%, waarna zij daalde in lijn met de andere Europese obligatierentes. Hierdoor werd in de eerste maanden van 2019 een duidelijk positief rendement geboekt op Europese staatsobligaties. Eind 2018 is de ECB gestopt met het uitbreiden van haar obligatieportefeuille en herbelegt zij alleen aflopende obligaties, waardoor zij netto niet meer als grote koper optreedt in de obligatiemarkt. In principe zou dit een rente verhogend effect kunnen hebben, maar in de praktijk is dit effect vaak tegenovergesteld omdat beleggers bij de beëindiging van een opkoopprogramma meer risicomijdend worden en juist meer obligaties gaan kopen. Voor 2019 verwachten wij daarom dat de Europese lange rente een zijwaartse tendens zal vertonen, in lijn met de renteontwikkeling in de VS. Op Europese staatsobligaties zou daardoor een bescheiden positief rendement kunnen worden geboekt.

De risicopremies op bedrijfsobligaties stegen vooral in het laatste kwartaal van 2018, toen beleggers pessimistischer werden over de economische vooruitzichten. In de eerste maanden van 2019 daalden de risicopremies echter weer, onder invloed van toenemend optimisme over een Amerikaans-Chinees handelsakkoord. Uitgaande van een zekere stabilisatie van de economische vooruitzichten zouden de risicopremies op bedrijfsobligaties in 2019 nog licht kunnen dalen, waardoor er per saldo duidelijk positieve rendementen mogelijk lijken op een portefeuille van bedrijfsobligaties.



Aandelen

De afzwakkende conjunctuur en de voortdurende onzekerheid over de handelsoorlog tussen de VS en China resulteerden uiteindelijk in stevige correcties op de aandelenmarkten in het laatste kwartaal van 2018, toen ook de Amerikaanse markt onder druk kwam. Ook de populaire technologie-aandelen leverden vaak fors in, al bleven zij meestal behoren tot de beter presterende aandelen. Over het kalenderjaar 2018 verloor de wereldindex (MSCI World) ruim 10% uitgedrukt in lokale valuta. De aandelenmarkten leken zich in het laatste kwartaal van 2018 al te hebben ingesteld op een verdere vertraging van de wereldeconomie in 2019. Vanaf begin 2019 vertoonden bijna alle markten echter alweer een krachtig herstel, waarbij de verliezen over het laatste kwartaal geheel of grotendeels werden goedge maakt. Toenemend optimisme over een handelsakkoord tussen de VS en China leek hierbij een grote rol te spelen, terwijl ook de voorzichtige opstelling van de Fed positief werd ontvangen. Daar de economische statistieken nog niet wezen op een duidelijk herstel van de wereldeconomie werden de aandelenmarkten hierdoor wel steeds gevoeliger voor nieuwe correcties door mogelijke teleurstellingen over dat herstel.

De onzekerheid over de groeivoorzichten en de handelsoorlog tussen de VS en China kunnen de komende maanden resulteren in aanhoudende volatiliteit in de aandelenmarkten, maar uiteindelijk denken wij dat de markten de opgaande lijn weer zullen oppakken, gesteund door aanhoudende winstgroei, zodat over heel 2019 positieve rendementen voor de hand liggen. Het is daarbij goed mogelijk dat ook in 2019 de Amerikaanse markt opnieuw de beste resultaten boekt, daar deze markt niet alleen in 2018 maar ook in 2019 gesteund zal worden door de inkoop van eigen aandelen door het Amerikaanse bedrijfsleven. Door de lagere belastingen en door het naar de VS halen van winsten in het verleden opgebouwd in het buitenland heeft het Amerikaanse bedrijfsleven veel ruimte om eigen aandelen in te kopen. De totale inkoop kunnen in 2019, net als in 2018, in de buurt komen van een biljoen dollar, een krachtige steun voor de Amerikaanse markt.



In Europa ligt de winstgroei op een lager peil dan in de VS, al lijkt dit verschil in de loop van 2019 sterk af te nemen, naarmate het effect van de belastingverlagingen in de VS wegebt. De Europese aandelenmarkten gaan daarnaast gebukt onder de voortdurende onzekerheid over de Italiaanse politiek en de zwakte van de Italiaanse economie. Ook de aanhoudende onzekerheid over de vorm van een Brexit blijft een negatieve factor voor de Europese markten. Vooral de koersen van Europese bankaandelen hadden in 2018 opnieuw te lijden onder deze onzekerheden. Waar de onzekerheid over Italië en Brexit ook in 2019 kunnen aanhouden, lijken zij hun grootste negatieve invloed al te hebben gehad op de aandelenmarkten, zodat van de Europese markten uiteindelijk over heel 2019 een positief resultaat mag worden verwacht. Afnemend pessimisme over Italië/Europa, Brexit en China zou op zich al voldoende kunnen zijn voor betere prestaties van de aandelenmarkten in die gebieden. De waardering van de meeste aandelenmarkten is inmiddels gezakt tot een vrij aantrekkelijk niveau, wat nog in sterkere mate geldt wanneer zij worden afgezet tegen de waardering van obligaties.

Beleggingsbeleid

In de loop van 2018 hebben wij geleidelijk winst genomen op een gedeelte van de beleggingen in aandelen, terwijl binnen de aandelenportefeuilles een grotere nadruk werd gelegd op defensieve beleggingen teneinde de risico's verder te beperken. Ook binnen de obligatieportefeuilles werden de risico's in de loop van het jaar beperkt, onder andere door de gedeeltelijke verkoop van posities in Italiaanse staatsobligaties, risicovolle 'high yield' obligaties en obligaties van opkomende markten. Het krachtige herstel van begin 2019 hebben wij gebruikt om geleidelijk de risico's verder te beperken door winst te nemen op aandelenbeleggingen en de opbrengsten in cash-achtige beleggingen te plaatsen. Het aandelen gewicht in gemengde portefeuilles werd hierdoor verlaagd tot nog slechts licht boven neutraal, daar wij rekening houden met nieuwe - zij het beperkte - correcties in de aandelenmarkten onder invloed van de verzwakkende wereldeconomie.

Voor heel 2019 hebben wij echter positieve verwachtingen voor de aandelenmarkten, terwijl het potentieel voor de obligatiemarkten slechts beperkt positief is. Voor staatsobligaties verwachten wij een min of meer zijwaartse trend in de renteontwikkeling. Bedrijfsobligaties profiteren van de in 2018 opgelopen risicopremies waardoor het verwachte totaalrendement over 2019 hoger is dan dat op cash. Daar de posities in obligaties zeer beperkt zijn gebleven, zijn de kasposities relatief groot. In aandelen is onze geografische positionering vrij neutraal ten opzichte van de wereldindex,

InsingerGilissen Marktvisie

Mei 2019

met als gevolg dat wij vrij grote posities blijven aanhouden in de VS, welke markt de wereldindex domineert. Qua sectoren blijven de posities in de financiële sector zeer beperkt, terwijl wij de nadruk blijven leggen op aandelen van bedrijven met een hoge winstgevendheid en een lage schuldenlast.

Deze update is opgesteld door George Raven, chief investment strategist bij InsingerGilissen.
George.raven@insingergilissen.nl.

Dit document is opgesteld door InsingerGilissen Bankiers N.V. ("InsingerGilissen").

InsingerGilissen Bankiers N.V. is geregistreerd bij De Nederlandsche Bank ("DNB") en de Autoriteit Financiële Markten ("AFM") en staat onder toezicht van DNB, AFM en de Europese Centrale Bank. InsingerGilissen Bankiers N.V. is ingeschreven bij de Kamer van Koophandel te Amsterdam, KvK-nummer 33004218, kantoorhoudende aan de Herengracht 537 (1017 BV) te Amsterdam.

Dit document heeft uitsluitend een informatief karakter en is niet bedoeld om u een financieel product aan te bevelen, een (beleggings)advies te geven of u een beleggingsdienst te verlenen. In geval een product, dienst of advies wordt genoemd, kan dit alleen worden gezien als samenvatting en nooit als de volledige informatie met betrekking tot dat product, advies of die dienst. Alle (beleggings)beslissingen op basis van de genoemde informatie zijn voor uw rekening en risico. U dient zelf te (laten) bepalen of het product of de dienst voor u geschikt is.

InsingerGilissen is houder van het auteursrecht op de gehele inhoud van dit document, tenzij uitdrukkelijk anders is aangegeven.

Dit document is gebaseerd op algemeen bekende en/of door InsingerGilissen betrouwbaar geachte bronnen. Hoewel alle redelijke zorg is betracht ten aanzien van de juistheid en volledigheid van de gegevens, kunnen wij niet aansprakelijk worden gehouden voor de inhoud van dit document, voor zover het op die bronnen is gebaseerd.

Beleggen brengt risico's met zich mee. De waarde van beleggingen kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. Valutaschommelingen kunnen van invloed zijn op het rendement.