

# Gespierde economie, potige aandelen

Wouter Vervenne

Duitsland gaat morgen naar de stembus om een nieuw parlement te verkiezen. Hoe belangrijk zijn de verkiezingen voor de Duitse economie, en zijn Duitse aandelen aantrekkelijk?

Niet alleen Duitsland, ook de rest van Europa kijkt uit naar de uitslag van de verkiezingen van zondag. Duitsland is goed voor bijna 30 procent van de economische activiteit in de eurozone en bepaalt dus in grote mate de economische gezondheid van de monetaire unie. Maar de vorming van een regering dreigt lang te duren. Zal de onzekerheid wegen op de economie en de markten? Welk beleid zal de nieuwe regering voeren en wat zijn de gevolgen voor beleggers?

## **Duitse economie floreert, met dank aan Schröder**

De Duitse economie kan een mooi rapport voorleggen. Ze herstelde snel van de financiële crisis van 2008 en is ruim 10 procent groter dan tien jaar geleden. De export profiteerde van de stijgende vraag naar Duitse auto's en machines. De jongste jaren neemt de consumptie de rol van groeimotor over, omdat de koopkracht stijgt na een lange periode van loonmatiging. De werkloosheidsgraad daalde naar 4 procent, waardoor een volledige werkgelegenheid in zicht komt.

Ook de gezonde overheidsfinanciën zijn benijdenswaardig. De begroting stevent voor het vierde jaar op rij af op een overschot. Die surplussen hebben de overheidsschuld sterk doen dalen. Het streefdoel van het Verdrag van Maastricht, een schuld van maximaal 60 procent van het bruto binnenlands product, is binnen handbereik.

Maar er zijn ook enkele schaduwzijden. Het aantal arbeidskrachten met een laag loon is toegenomen, stelt de Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling (OESO). Volgens het Internationaal Monetair Fonds (IMF) is het armoederisico gestegen. De Duitse infrastructuur is verouderd, omdat Berlijn er te weinig in heeft geïnvesteerd.

'De relatief sterke prestaties van de Duitse economie zijn te danken aan een combinatie van factoren', zegt Carsten Brzeski, hoofdeconoom van ING Duitsland. 'De structurele hervormingen van ex-kanselier Gerhard Schröder, die de arbeidsmarkt flexibeler maakten, hebben nog steeds een positieve impact. Ook de stimuli tijdens de recessie van 2008-2009 hebben geholpen. Voorts heeft Duitsland een sterke industrie en werd het niet geconfronteerd met een zeepbel op de huizenmarkt.'

De impact van het beleid van Merkel was volgens Brzeski beperkt. 'De regering heeft de jongste vier jaar geen enkele belangrijke economische maatregel genomen. Haar verdienste is dat ze de eurocrisis goed heeft beheerd en geen gekke dingen heeft gedaan.'

## **Vooruitzichten gunstig, maar Duitsland moet ontwaken**

Brzeski is genuanceerd over de economische vooruitzichten. 'De perspectieven voor de komende twee tot drie jaar zijn gunstig. De investeringen trekken aan, de economische activiteit in de eurozone herstelt en er komt een budgettaire stimulus, ongeacht welke partijen toetreden tot de volgende regering.'

Maar er zijn ook enkele belangrijke risico's. De Duitse export is volgens Brzeski kwetsbaar als de euro verder stijgt of de Amerikaanse president Donald Trump protectionistische maatregelen zou nemen. Trump wil dat

Duitsland zijn groot handelsoverschot terugdringt. 'Maar de grootste risico's hebben betrekking op de lange termijn', onderstreept Brzeski. 'Duitse bedrijven hebben de digitalisering en de ontwikkeling van nieuwe producten en diensten gemist. Duitsland moet wakker worden. China is op weg een betere versie van Duitsland te worden.'

De OESO dringt aan op maatregelen om de groei van de Duitse economie 'inclusiever' te maken. Ze bepleit een betere kinderopvang en lagere belastingen voor tweeverdieners, om vrouwen een betere toegang tot aantrekkelijke jobs te geven. Brzeski noemt de grote verschillen tussen arm en rijk een 'gevaarlijke mix'.

### **Impact verkiezingen op markten wellicht beperkt**

De verkiezingsuitslag zal slechts een beperkte invloed op het economische beleid en de financiële markten hebben, zeggen de vermogensbeheerders Deutsche Asset Management en Fidelity. Brzeski zit op dezelfde golflengte. 'Ik verwacht alleen wat accentverschillen. Als de christendemocraten van Merkel een coalitie vormen met de liberalen, dan krijgen we wat meer structurele hervormingen en minder sociaal beleid. Een coalitie van Merkel met de sociaaldemocraten zal wat meer investeren en een sociaal beleid voeren.'

De ING-econoom waarschuwt wel dat de grote meningsverschillen over het Europese beleid hem verontrusten. De Duitse liberalen zijn een natuurlijke coalitiepartner voor de christendemocraten. Maar zij verzetten zich tegen de pro-Europese hervormingen die de Franse president Emmanuel Macron wil doorvoeren. De liberale FDP wil geen steun verlenen aan Europese probleemlanden en willen Griekenland tijdelijk verwijderen uit de eurozone. Een coalitie met de liberalen zou volgens Brzeski de renteversillen tussen de zwakke en de sterke eurolanden doen oplopen.

### **Perfekte coalitie bestaat niet, slechtste onwaarschijnlijk**

Welke coalitie is de beste? Dat is een moeilijke vraag, zegt Brzeski. 'Voor de binnenlandse economie is een coalitie met de liberalen het best, voor Europa is een coalitie met de socialisten het best. Het slechtste scenario voor beleggers is een linkse coalitie van de sociaaldemocraten met de Groenen en het extreemlinkse Die Linke. Maar die is erg onwaarschijnlijk.' Dat beaamt Hansjörg Pack, medebeheerder van het fonds Deutsche Invest I German Equities van Deutsche AM. 'Het is wel mogelijk dat de twee grote partijen, CDU en SPD, meer stemmen verliezen dan verwacht, waardoor de regeringsvorming lang aansleept, en dat is nooit gunstig voor het beursklimaat', aldus Pack. Al verwacht hij geen Nederlandse toestanden.

Pieter Tolk, bestuurder-directeur van de vermogensbeheerder Selectum, die ook een fonds met Duitse aandelen beheert, heeft een dubbel gevoel bij een mogelijke deelname van de Groenen aan het regeringsbeleid. 'Voor automotive-aandelen die gelinkt zijn aan dieselgate, kan dat een negatieve impact hebben. Maar als de Groenen het mee voor het zeggen hebben, zal de regering grotere budgetten voor alternatieve energie vrijmaken, wat positief werkt voor aandelen van bedrijven die in die sector actief zijn.'

Goed om weten is dat Pack noch Tolk recent significante wijzigingen aanbracht in zijn Duitse portefeuille in de aanloop naar de verkiezingen. Ze verwachten dat evenmin te doen na de bekendmaking van de resultaten.

### **Duitse aandelen de deur uit, bijkopen of gewoon houden?**

'De waardering van Duitse aandelen is nog steeds aantrekkelijk', opperen de strategen van KBC Asset Management in een rapport. Ze noteren tegen een lagere verwachte koers-winstverhouding dan een Europese of wereldwijde korf van aandelen.

Pack ziet in eender welk economisch of politiek scenario Duitse aandelen beter presteren dan de andere Europese en de Amerikaanse aandelen, tenzij er een wereldwijde recessie komt. 'Als de Amerikaanse economie goed blijft draaien, draait ook de Duitse goed. Bovendien noteren Duitse aandelen met een kleine korting,

vooral door het gewicht van cyclische aandelen. Mocht de economische groei wat vertragen, dan gaan grote fondsbeheerders zeker vasthouden aan landen als Duitsland en de Benelux en niet extra investeren in perifere landen.'

### **Cyclische aandelen en verzekeraars in trek**

'Internationaal vergeleken zijn de grote DAX-aandelen nog steeds aantrekkelijk geprijsd', bevestigt Pieter Tolk. Hij vindt de recente correctie van chemische aandelen overdreven. 'Het zou me niet verbazen dat bij een uitslag die het stabiele politieke scenario bevestigt, grote investeerders een rally in die sector kunnen teweegbrengen.'

Pack kan zich daarin vinden. 'We hebben het gewicht van cyclische aandelen in onze portefeuille verhoogd en de chemie hoort daarbij. We vinden de negatieve reacties na de halfjaarcijfers ook wat overdreven, waardoorde chemiegroep BASF dit jaar een van de slechtst presterende aandelen van de DAX werd. Er kwam deze maand wel beterschap.'

Pack vindt dat de autoconstructeurs het 'ondanks alles' uitstekend gedaan hebben, met resultaten die de verwachtingen inlossen, met dank aan een sterke markt in China en Europa. 'Op de lange termijn spelen onzekerheden zoals de zelfrijdende auto en de toekomst van de brandstofmotor. Er moet dus veel geïnvesteerd worden in onderzoek en ontwikkeling, wat zal wegen op de marges.' Hij behoudt posities in de automobielsector, 'al verkiezen we sommige toeleveranciers boven de OEM's, de fabrikanten die originele onderdelen maken', aldus Pack.

Na de boodschap van de Amerikaanse centrale bank (Fed) dat ze later dit jaar de rente verder zal verhogen, vindt Pack het ook tijd om meer naar financiële aandelen te kijken. 'De beide Duitse grootbanken hebben de jongste tijd hun zorgen gehad. Toch is de Commerzbank het gevoeligst voor renteverhogingen in Europa. Bovendien is er speculatie over een mogelijke consolidatie in de markt.' Pack ziet meer heil in de verzekeraars. 'Allianz bijvoorbeeld: we houden van dat businessmodel, de waardering én het management.'

KBC AM schuift het Berlijnse vastgoedbedrijf ADO Properties naar voor als interessant koopje, samen met de autobouwer Daimler (Mercedes), de marktleider voor bedrijfssoftware SAP en de engineeringgroep Siemens. KBC AM volgt 19 Duitse bedrijven, waarvan 17 leden van de DAX.

### **Volkswagen über alles**

Wie de voorbije vijf jaar de DAX volgde, haalde een jaarlijks gemiddeld rendement van ruim 11 procent, iets meer dan de Stoxx 600, maar minder dan de Bel20. Bovendien zit in die DAX-cijfers ook het dividend verrekend, wat niet het geval is bij de twee andere indexen. De genoemde fondsen van Deutsche AM en Selectum presteerden een stuk beter dan de DAX, met de voorbije vijf jaar een gemiddeld rendement van respectievelijk 14,3 en 13,8 procent. Zeker in die twee gevallen heeft actief beheer dus duidelijk geloond.

Duitse aandelen zijn ook erg populair bij de Belgische belegger, blijkt uit een onderzoek van BinckBank. Eind augustus was Volkswagen, ondanks het sjoemelsoftwareschandaal, het Duitse aandeel dat het meest voorkwam in de portefeuille van zijn klanten, gevolgd door BMW en Daimler. Op vier stond de grondstoffenverwerker K+S, Deutsche Bank maakte de top vijf compleet. Ook op de ranglijst van de meest verkochte aandelen prijkt Volkswagen bovenaan, gevolgd door Deutsche Bank, Daimler, BMW en Bayer.