

The calm after the storm

Exact een jaar geleden stak er een storm op in de financiële markten. Aanleiding was de aankondiging van de Amerikaanse centrale bank dat ze overwogen het opkoopprogramma van obligaties te gaan terugschroeven. In 2013 presteerden obligaties en Emerging Market aandelen veel minder dan de aandelen van ontwikkelde markten. In februari van dit jaar is de storm gaan liggen. Obligaties en Emerging Market aandelen presteren dit jaar beter dan de aandelen van ontwikkelde markten. Dit herstel was ook zichtbaar in de portefeuilles. Na een kleine negatieve performance in januari stijgen de portefeuilles nu al 4 maanden op rij. Wij denken dat de portefeuilles goed gepositioneerd zijn voor de rendementsdoelstellingen maar zien de risico's van obligaties oplopen de komende maanden.

Introductie

De heersende opvatting onder beleggers aan het begin van het jaar was om obligaties en Emerging Market aandelen te mijden. Na een moeilijke start in januari zien we echter vanaf februari een sterk herstel in Emerging Markets aandelen (EM aandelen index +12.50% sinds 5 februari). Een nog grotere verrassing is de goede performance van (staats-)obligaties. De Amerikaanse 10-jaars rente is gedaald van 3% naar 2,50% in ruim vier maanden tijd. Wereldwijd gespreide obligaties hebben het in de eerste maanden van 2014 beduidend beter gedaan dan wereldwijde aandelen van ontwikkelde markten (MSCI World). Het lijkt erop dat een jaar na de Fed aankondiging om de stimulus te verminderen de rust in obligaties en Emerging Markets aandelen is teruggekeerd. In februari van dit jaar publiceerden we al uitgebreid over onze positieve visie op Emerging Markets (zie ***Emerging Markets op het podium***). We willen in deze bijdrage uitleggen waarom obligatiemarkten in 2014 zo goed presteren en onze visie delen voor de rest van het jaar.

22 mei 2013: Het keerpunt voor de rente

Het was gisteren precies een jaar geleden dat de FED aankondigde dat “...ze in de komende vergaderingen zouden overwegen om de hoeveelheid Staatsobligaties en Hypotheekleningen die ze maandelijks kopen wat terug te schalen”. Na deze aankondiging raasde een storm over de wereldwijde aandelen- en obligatiemarkten. Obligaties lieten in mei 2013 de grootste daling in negen jaar zien en aandelenkoersen zakten met meer dan 5%. Vooral Emerging Markets aandelen en de valutakoersen van deze Opkomende Markten moesten het in 2013 ontgelden. Wij berichtten over deze bewegingen in een mailing getiteld ***Meer turbulentie op de financiële markten*** in juni 2013.

Zoals in eerdere publicaties aangegeven zien wij 22 mei 2013 als een keerpunt: het begin van het einde van extreem lage rente. Veel beleggers namen vanaf de zomer van 2013 een schot voor de boeg en besloten uit obligaties in aandelen te draaien. Ze legden een stijgende rente uit als een teken van aantrekkende groei. Deze perceptie werd bevestigd doordat de groeicijfers uit met name

Amerika (maar ook Europa) duidelijk aan kracht wonnen in de laatste vier maanden van 2013. Door de sterke groei van de economie bleven obligaties, ook na de scherpe koersdalingen, onaantrekkelijk voor beleggers. Van enig herstel in obligatiekoersen was dan ook geen sprake. Uiteindelijk daalde de JP Morgan Global Aggregate Bond Index meer dan 6.5% (in Euro's gemeten) gedurende 2013 terwijl de MSCI World aandelenindex een mooie winst liet zien.

Het rendement op obligaties bestaat uit twee componenten. De eerste component bestaat uit de rente die ontvangen wordt (zgn. coupon-rendement). De tweede component ontstaat doordat de prijs (koers) van de obligatie omhoog of omlaag gaat (zgn. koers-rendement). De koers van een obligatie stijgt als de marktrente daalt en daalt als de marktrente stijgt. Door een oplopende rente na 22 mei daalden de koersen van obligaties veel meer dan er aan extreem lage coupon werd ontvangen. Dit resulteerde in een negatief totaal rendement. Onderstaande grafiek van JP Morgan geeft de ontwikkeling van de Amerikaanse rente (staatsobligaties) weer vanaf 2009 met daarbij de aankondigingen van FED ondersteuning. Het keerpunt 22 mei is door Valuedge toegevoegd.

Figure 20: US Bond Yields vs QE announcements



Het herstel van obligatiekoersen in 2014

De VS werd eind 2013 geteisterd door een extreem koude winter. Hierdoor kwamen veel economische activiteiten onder druk te staan (met name de huizenmarkt) en dit leidde tot tegenvallende economische cijfers in het eerste kwartaal van 2014. Het mag duidelijk zijn dat effecten van weersomstandigheden op de economie als "tijdelijk" worden gezien. De zwakte van de economie gedurende 1Q 2014 was niet van dien aard dat de Fed aanleiding zag de aangekondigde afbouw van de steunaankopen te wijzigen. De verwachting is nog steeds dat de afbouw van

steunaankopen over 4-5 maanden zal zijn afgerond. De zwakkere economische cijfers over 1Q waren wel aanleiding om nogmaals te bevestigen dat de officiële rente voorlopig niet verhoogd zal worden. Deze uitspraken leidden mede tot extra vraag naar Amerikaanse staatsobligaties.

Hoewel de economische groei in de tweede helft van 2013 over een breder front aantrok, blijven de inflatiecijfers in 2014 lager dan verwacht. Het ruime aanbod van arbeid in Amerika (werkeloosheid 6.3%) en Europa (>12%) speelt een belangrijke rol bij de lage stijging van het algemene prijspeil. Obligatiekoersen zijn zeer gevoelig voor inflatie. Als inflatie hard aantrekt zullen beleggers een hogere rentevergoeding vragen en dat is negatief voor obligatiekoersen. Een stabiele, lage inflatieomgeving is daarom goed voor obligaties.

Mede gedreven door de hoge werkeloosheid, lage groei en de zeer lage inflatie voelt de ECB een aanzwellende druk om meer actie te ondernemen om de Europese economie te stimuleren. Er lijkt voldoende steun om met zelfs met onconventionele maatregelen –zoals het door de ECB opkopen van bedrijfsobligaties- het groeiherstel in Europa te bevorderen en deflatie te voorkomen. Deze maand heeft ECB president Draghi aangegeven maatregelen aan te kondigen in juni als de economische vooruitzichten niet verbeteren. Deze situatie heeft er toe geleid dat meer beleggers in Europese staatsobligaties zijn gestapt met de verwachting dat de rente eerder lager gaat worden dan hoger. Ook de succesvolle uitgifte van nieuwe Portugese- en Griekse staatsobligaties heeft aan de stijgende vraag naar Europese staatsobligaties bijgedragen.

De huidige spaarrente levert in de ontwikkelde markten (VS, Europa en Japan) nagenoeg niets op. Het ziet er niet naar uit dat dit op korte termijn zal veranderen. Deze bewustwording, tezamen met een groeiend vertrouwen in de economische ontwikkelingen, heeft particuliere- en professionele beleggers gedwongen om meer risico te nemen en uit cash richting aandelen en obligaties te draaien. In deze zoektocht naar rendement is het meeste geld gestroomd naar de obligatiecategorieën met een hoger risico zoals High Yield- en Emerging Markets obligaties.

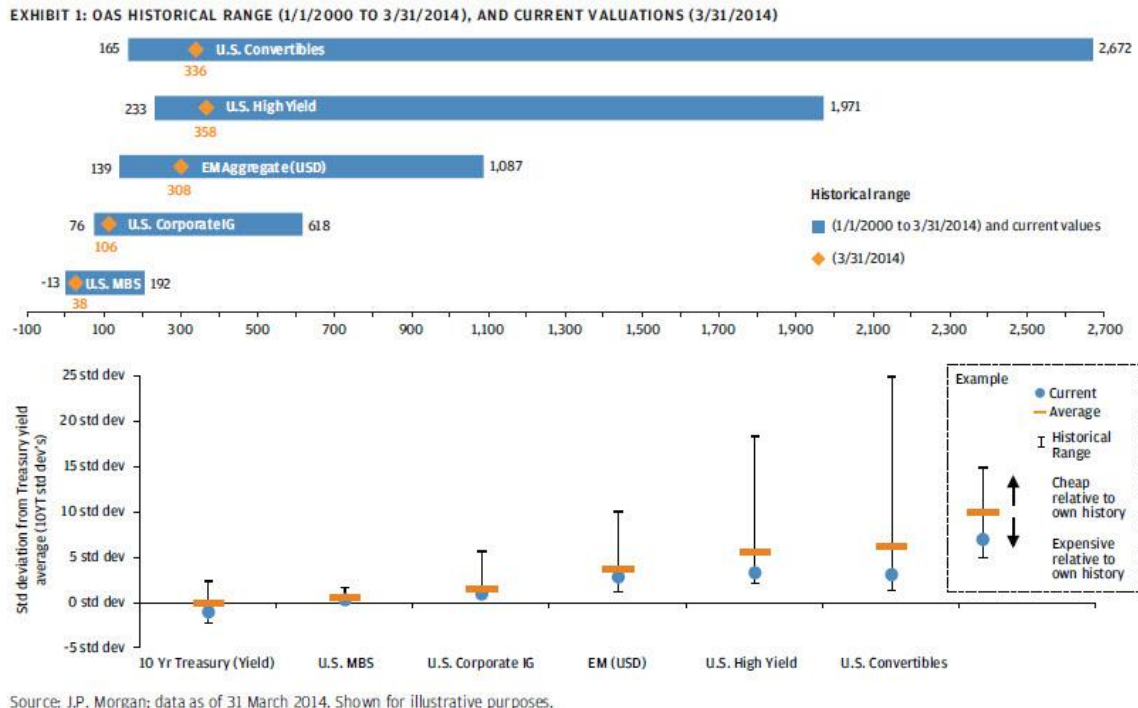
Samenvattend identificeren wij 4 redenen waarom obligaties zo goed gepresteerd hebben in 2014:

- (1) De korte rente blijft langer laag,
- (2) De inflatie is lager dan verwacht,
- (3) Verwachting van meer onconventionele maatregelen door de ECB,
- (4) Een draai uit cash in obligaties en aandelen door particuliere en institutionele beleggers.

Vooruitzichten en conclusie

De verrassend goede performance van obligaties aan het begin van 2014 moet volgens ons in het juiste perspectief geplaatst worden. De belangrijkste redenen die volgens ons hieraan ten grondslag liggen zijn niet structureel van aard. De rente niveaus van vóór de Fed aankondiging een jaar geleden verwachten wij niet meer terug. Wel zien wij in de beweging in obligatiekoersen van de afgelopen maanden de bevestiging dat de rente de komende jaren *langzaam* zal oplopen, in plaats van de snelle schokbeweging die in mei 2013 plaatsvond. Dit is goed voor beleggers met een goed gespreide portefeuille wat risico/rendement betreft. De zoektocht naar hogere rendementen heeft echter de waardering van veel categorieën binnen de vermogenscategorie obligaties fors opgestuwd. Onderstaande figuur geeft duidelijk aan dat de **risico-opslag** van Amerikaanse bedrijfsobligaties met

hoge kredietwaardigheid, Amerikaanse bedrijfsobligaties met lage kredietwaardigheid en Emerging Market obligaties gedaald is tot bijna het laagste niveau in 15 jaar. Dezelfde figuur laat ook zien dat de meeste categorieën overgewaardeerd zijn ten aanzien van lange termijn gemiddelden.



Wij zijn van mening dat de wereldgroei langzaam blijft aantrekken, geleid door de VS. In dat scenario zal de werkeloosheid in Amerika langzaam teruglopen en waarschijnlijk later dit jaar leiden tot hogere inflatieverwachtingen. Op dat moment zal de markt zich realiseren dat een stijging van de korte rente ook naderbij is. Voorzichtigheid blijft in onze ogen dan geboden, ook -of misschien wel juist- als het om ogenschijnlijk “veilige” obligatiebeleggingen gaat. Op dit moment hebben onze obligatieportefeuilles al een lage rentegevoeligheid (ook wel modified duration genoemd = weinig koersdaling bij oplopende rente). Over de zomer zien we daarom de risico’s van obligaties toenemen en zullen we niet schromen om obligatiewinsten veilig te stellen en de duration verder te verlagen.

Met vriendelijke groet,

Theo en Renco

info@valuedge.nl Planetenweg 5 T. +31 23 556 3196
www.valuedge.nl 2132 BN Hoofddorp M. +31 6 4635 8634