

Met het kompas op 2015

Begin december hebben we het risico in de portefeuilles verder verlaagd. We zien toegenomen onzekerheid omdat er geen einde lijkt te komen aan de daling van de olieprijs. Onze huidige defensieve positionering wijkt af van de marktconsensus om met een relatief grote aandelenpositie het nieuwe jaar in te gaan. De laatste week dalen financiële markten fors. Deze dalingen boezemen ons geen angst in maar creëren voor ons kansen omdat veel risicovolle beleggingen snel goedkoper worden. Een belangrijk aspect van onze aanpak is dat we snel wijzigingen kunnen maken in de asset allocatie en zo risico kunnen opschalen op lagere koersen. We zijn optimistisch gestemd dat we ook in 2015 een rendement kunnen behalen dat voldoet aan de doelstellingen van onze klanten.

Inleiding

Bij beleggen spelen voorspellingen een voorname rol. Portefeuilles worden veelal ingericht op basis van een visie op “wat komen gaat”. Om de juiste koers te bepalen is het echter belangrijk om te weten waar je vandaan komt. Midden november hebben we een mailing gestuurd met een evaluatie over het beleggingsjaar 2014. In het beleggingsproces is sprake van snel veranderende financiële markten en omgevingsfactoren en die veranderingen geven ons in de regel aanleiding duidelijke aanpassingen te maken in de portefeuilles. Deze aanpassingen gebeuren veelal een (beperkt) aantal keren per jaar. Onze beleggingsvisie is derhalve niet begrensd door kalenderjaren. Ook in het nieuwe jaar zullen veranderende omstandigheden ons aanleiding geven om wijzigingen aan te brengen in de asset allocatie om in te spelen op bedreigingen en kansen. In deze bijdrage willen wij uitleggen welke koers wij op dit moment varen en welke omstandigheden wij verwachten in 2015.

Consensus

Financiële markten weerspiegelen verwachtingen van beleggers. Het gemiddelde van die verwachtingen wordt ook wel de “consensus visie” genoemd of kortweg “consensus”. De consensus aan het begin van de maand december was dat de wereldeconomie in 2015 met ongeveer 3% gaat groeien, dat inflatie laag blijft, dat de centrale bank van de VS midden 2015 begint met het verhogen van de beleidsrente, dat de centrale banken van Europa en Japan extra gaan stimuleren en dat bedrijfswinsten wereldwijd verder toenemen. De heersende opvatting is dan ook dat vermogensbeheerders meer in aandelen moeten beleggen dan in obligaties, omdat in bovengenoemd scenario aandelen betere rendementen genereren dan obligaties. Binnen de categorie obligaties zouden staatsobligaties op het historisch lage renteniveau eerder vermeden moeten worden. Deze consensus visie impliceert een relatief hoog risico in de portefeuilles.

Het “consensus scenario” voor 2015 zou volgens ons best eens kunnen uitkomen. Echter, wij zien op korte termijn tegenwind die ons hebben doen besluiten om op 8 december verdere aanpassingen te maken in de portefeuilles die het risico verlagen. Op dit moment is het niveau van risico in de portefeuilles het laagst sinds de start van Valuedge eind 2012. Waarom hebben wij begin december deze aanpassingen gemaakt?

Olie en de financiële markten

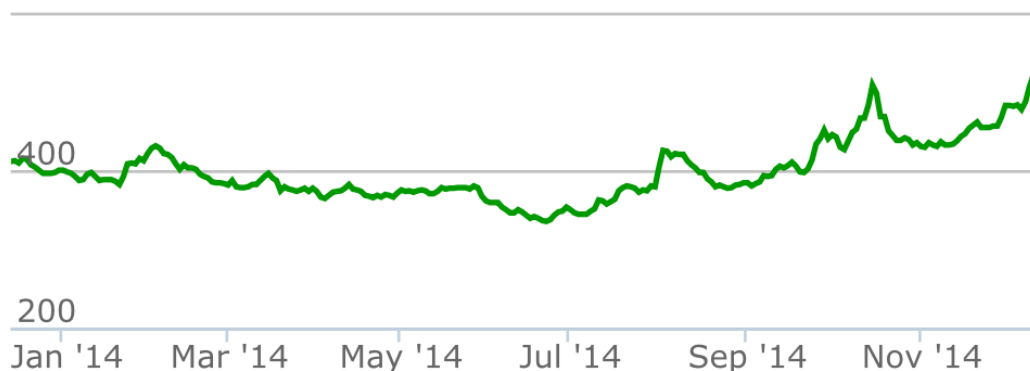
We hebben op 1 december een mailing gestuurd over de sterke daling van de olieprijs. Sindsdien is de olieprijs verder gedaald van \$70 naar \$59. Deze historisch scherpe daling van de olieprijs heeft implicaties op geopolitiek- en economisch vlak en beïnvloedt onze visie op financiële markten. Zoals in de mailing aangegeven, heeft de beweging in de olieprijs negatieve effecten voor olieproducenten en voor landen die voor een groot deel van hun inkomsten afhankelijk zijn van olie. Landen die olie importeren profiteren daarentegen van de recente prijsbeweging. Consumenten over de hele wereld zijn de grote winnaar van een lage olieprijs omdat dit veel producten goedkoper maakt. De heersende opvatting is dat goedkopere olie per saldo positieve effecten heeft op economische groei. Het IMF gaat er vanuit dat elke 10% daling in de prijs van olie een positief effect van 0,2% heeft op de economische groei in de wereld. Dit betekent dat we zo’n 0.6-0.8% kunnen toevoegen aan onze groeiverwachting voor volgend jaar.

De verder dalende olieprijs in december heeft echter ook de angst voor deflatie aangezwengeld terwijl er gelijktijdig weer twijfels zijn ontstaan over de groei van de wereldeconomie. Dit laatste werd mede veroorzaakt doordat OPEC en de IEA (International Energy Agency) hun vraagverwachting voor olie naar beneden bijstelden. Wij vertalen de scherpe daling in de olieprijs eenvoudig in **toegenomen onzekerheid**. Het is immers nog niet duidelijk waar en wanneer de olieprijs gaat stabiliseren en hoe de effecten van de scherpe daling zich gaan manifesteren in de wereld. Onzekerheid wordt soms ook wel aangeduid met de term risico. De consensus visie voor 2015 valt in onze ogen moeilijk te rijmen met de huidige onzekere situatie in de financiële markten. Wij hebben daarom besloten risico’s in de portefeuilles juist verder te verlagen.

High Yield en de Amerikaanse economie

We hebben vaker geschreven over de schalie revolutie die van Amerika een groot olieproducerend land heeft gemaakt. Deze revolutie heeft in belangrijke mate bijgedragen aan de economische groei in de VS en het herstel van de arbeidsmarkt sinds 2011. Een heleboel kleinere bedrijven in de energie sector zijn echter voornamelijk met schuld (= obligaties) gefinancierd. Veel van deze obligaties zitten vanwege het beperkte eigen vermogen en grote investeringen in het zogenaamde High Yield segment (voorheen ‘junk bonds’ genaamd). Als de omzet van deze bedrijven onder druk komt te staan door een inzakkende olieprijs neemt de kans toe dat deze bedrijven niet meer aan hun rente- en aflossingsverplichtingen kunnen voldoen.

H0A0 US High Yield Master II Inde... 12.12 547.00 +4.19%



Bovenstaande grafiek toont de risico-opslag ('spread') van de Amerikaanse High Yield index ten opzichte van Amerikaanse staatsobligaties. Deze index bestaat voor ongeveer 15% uit energiebedrijven. De spread bereikte eind juni zijn laagste niveau sinds de financiële crisis. Veel beleggers waren op zoek naar een hoger rendement dan de zeer lage rente van staatsobligaties. Sinds juni is de risico-opslag voor High Yield obligaties echter met meer dan 2% gestegen, wat heeft geleid tot een daling van deze index van meer dan 8% (hogere rente = lagere koersen). Historisch gezien worden stijgingen van deze spread met meer dan 1.25% binnen 3-4 maanden gevolgd door een correctie (>10% daling) in de aandelenmarkt.

Hoewel deze situatie niet wordt veroorzaakt door een verzwakking in de breedte van de Amerikaanse economie zien wij wel degelijk toegenomen risico's. Met Amerikaanse aandelen op een hoogtepunt sinds de financiële crisis besloten we begin december om de aandelenposities fors te reduceren, met name door winst te nemen in Amerikaanse aandelen.

Donkere dagen voor Kerst

De laatste week zitten financiële markten in een vrije val. Wereldwijd zijn aandelen met gemiddeld 6% gedaald met als ergste slachtoffers olie exporterende Emerging Markets. De valuta van Emerging Markets zijn eveneens hard gekelderde waarbij met name de implosie van de Russische roebel in het oog springt. Deze munt daalde de laatste twee dagen alleen al meer dan 15% ten opzichte van de Amerikaanse Dollar (US\$) ondanks een ongekende renteverhoging van de Russische centrale bank van 10.5% naar 17% (!!). Het verlies van de roebel komt daarmee uit op bijna 50% dit jaar! Beleggers verwachten nu dat Rusland restricties op het vrije verkeer van kapitaalstromen gaat aankondigen om de crisis het hoofd te bieden. Behalve staatsobligaties van Westerse landen, die als veilige haven worden beschouwd, zijn de meeste obligaties ook hard gedaald in december. De belangrijkste reden is, zoals we hierboven al beschreven, het oplopen van de risico-opslag. De eerste twee weken van december zijn dan ook bijzonder donker voor beleggers omdat bijna alle vermogenscategorieën in waarde dalen. Veel beleggers zien daarmee de opgebouwde positieve rendementen van dit jaar snel verdampen of zelfs omslaan in verliezen.

Door onze risicoreducties in december houden we de verliezen beperkt en behouden we veel van ons opgebouwde jaarrendement. In ons Waarde+ profiel staat de modelportefeuille op moment van schrijven op +6.2% bruto dit jaar. Voor ons iets offensievere Groei+ profiel is dat +8.4% bruto.

Kansen in 2015

We hebben tot hier met name gesproken over bedreigingen die ervoor hebben gezorgd dat deze maand tot nu toe de slechtste decembermaand is voor beleggers in jaren. Maar de huidige scherpe bewegingen zijn geen reden om heel bezorgd te worden voor 2015. Wij zien in dalingen juist kansen want veel beleggingen worden nu in snel tempo goedkoper. We starten het jaar dus met defensieve portefeuilles en relatief veel cash om snel te kunnen handelen als we aantrekkelijke beleggingen op willen nemen in de portefeuilles. Het ziet er naar uit dat deze kansen zich vooral gaan voordoen in meer risicovolle beleggingscategorieën. Een belangrijk aspect van de Valuedge beleggingsaanpak is dat wij snel kunnen schakelen in risico doordat wij alleen liquide instrumenten gebruiken in de opbouw van portefeuilles. Welke ontwikkelingen verwachten wij in de loop van het eerste kwartaal?

Centrale Banken, politiek en economische groei

De dreiging van deflatie als gevolg van de significant lagere olieprijs zal de Centrale Banken van Europa en Japan nog meer dwingen tot een verdere verruiming van het monetaire beleid. Bovendien denken wij dat de Amerikaanse Centrale Bank de rente later verhoogt dan de consensus nu aanneemt (medio 2015). Wij achtten het zelfs niet ondenkbaar dat de rente in 2015 helemaal niet verhoogd wordt omdat het effect van de oliesector op de Amerikaanse economie (inflatie, groei en werkgelegenheid) onzeker is. Ook de meeste Emerging Market landen hebben een inflatie die lager is dan verwacht. De inflatie van EM landen is in zijn algemeen sterk gelinkt aan grondstofprijzen die over een breed front fors (>20%) zijn gedaald in 2014. Dit geeft beleidsmakers van grondstof importerende landen de ruimte om de groei te stimuleren door de rente te verlagen. In de afgelopen maanden hebben de centrale banken van China en Zuid-Korea de rente al verlaagd. Per saldo verwachten wij dat in 2015 Centrale Banken een positief effect hebben op risicovolle beleggingen.

In 2014 liet de US\$ een duidelijke stijging zien. Wij denken dat deze stijging goed is voor de balans in de wereldeconomie omdat het de exportpositie van andere landen verbetert. Dit is een middel om de groei mondiaal beter te verdelen. Wij verwachten dat een combinatie van lagere olie en zwakkere valuta met name gunstig uit kan pakken voor groei in Japan, Europa en selectieve Emerging Market landen (Azië). Dit zou weleens in het tweede deel van het eerste kwartaal zichtbaar kunnen worden.

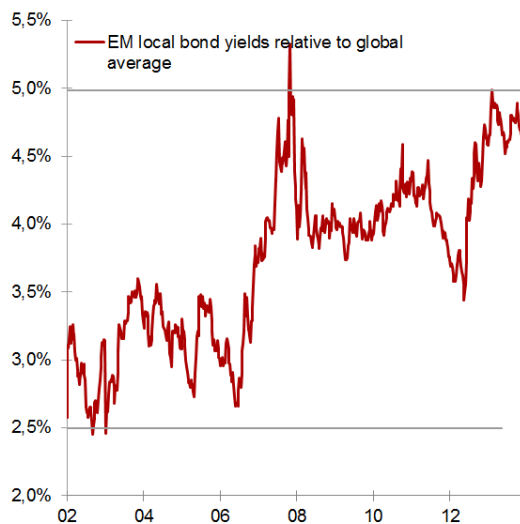
De huidige situatie dwingt de politiek om meer structurele hervormingen door te voeren om de economieën competitiever te maken en groei te creëren. We zien met name in Azië en sommige Europese landen duidelijke hervormingen plaatsvinden.

Emerging Market obligaties in lokale valuta

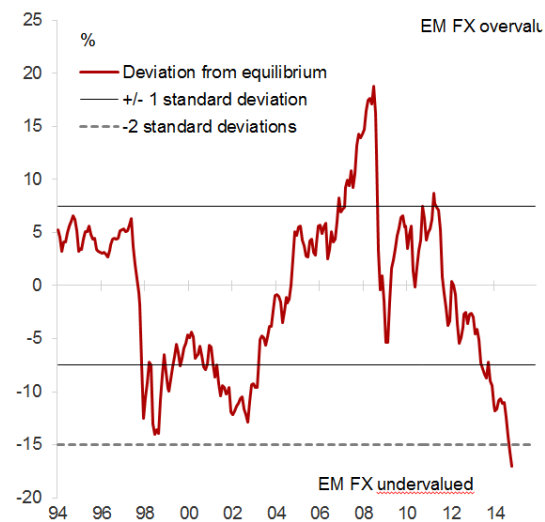
We willen hier graag een potentiële ster belichten voor 2015, te weten Emerging Market staatsobligaties in lokale valuta. We hebben al gesteld dat de valuta van Emerging Markets zware tijden doormaken. In historische context zijn deze valuta de laatste 20 jaar niet zo goedkoop geweest. In onderstaande grafiek valt dit op het rechter plaatje te zien. Als iets meer dan twee standaard deviaties afwijkt van trend (of evenwicht) dan ontstaan vaak interessante mogelijkheden om op lange termijn positieve rendementen te scoren. Uit het linker plaatje valt op te maken dat de

rente van Emerging Market staatsobligaties in lokale valuta juist historisch hoog is ten opzichte van de rente van ontwikkelde landen. De combinatie van goedkope valuta en hoge rente vinden wij zeer aantrekkelijk. Bij een lichte verbetering van de huidige situatie denken we dat deze obligaties 10% of meer kunnen renderen in 2015. Wij hebben deze obligaties al in de portefeuilles opgenomen.

EM local BY relative to DM



EM currencies deviations from equilibrium



Source: Datastream, MSCI, CEIC, Pictet Asset Management

Tenslotte

De laatste maanden hebben ons laten zien dat de markt turbulenter en meer beweeglijk is geworden. Juist dan is het cruciaal om een proactieve aanpak te hebben en flexibel om te kunnen gaan met de asset allocatie. De huidige zwakte in financiële markten boezemt ons geen angst in omdat we tijdig het risico hebben verlaagd. De dalingen maken ons juist enthousiast omdat wij uiteraard liever een belegging op een lagere dan een hogere koers aan de portefeuilles toevoegen. We zijn optimistisch gestemd dat we ook volgend jaar een rendement kunnen behalen dat voldoet aan de doelstellingen van onze klanten.

We wensen iedereen fijne feestdagen en een gelukkig 2015!

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