

Meer Europa

In januari werd het financiële nieuws gedomineerd door Europa. De Griekse verkiezingen en het loslaten van de koppeling tussen Zwitserse Franc en Euro deden veel stof opwaaien maar het was uiteindelijk de Europese Centrale Bank (ECB) die de meeste aandacht opeiste. De aankondiging van een nieuw grootschalig opkoopprogramma van obligaties zorgde voor grote uitslagen op de financiële markten. In deze bijdrage willen we ons richten op de acties van de ECB omdat ze belangrijke implicaties hebben voor de beleggingen in de portefeuilles en het algehele beleggingsklimaat op middellange termijn. We leggen ook uit waarom we nog geen wijzigingen in onze defensieve asset allocatie aanbrengen.

Inleiding

De ECB kondigde op donderdag 22 januari 2015 een nieuw opkoopprogramma van obligaties aan om het herstel van de economie in Europa te bevorderen en dreigende deflatie af te wenden. Zo'n opkoopprogramma wordt in vaktermen "Quantitative Easing" genoemd, ofwel "QE". De grootte van het programma en snelheid van uitvoering kwam als een positieve verrassing. Ook liet de ECB ruimte om het programma te verlengen als de inflatieverwachtingen niet omhoog gaan. Samen met de maatregelen die al eerder waren aangekondigd versterkt deze actie de financiële integratie in Europa.

QE veel groter dan verwacht

In de eerste weken van januari stegen de koersen van Europese aandelen, daalde de rente van Europese staatsobligaties en verzwakte de Euro in anticipatie op de aankondiging van een opkoopprogramma van €500-600mrd door de Europese Centrale Bank. De ECB verraste echter met een pakket van ongeveer €1,100mrd tot het einde van september 2016. Dit pakket kan vergroot worden als de inflatie tegen die tijd niet terug is richting de 2% doelstelling van de ECB. Zonder teveel in detail te treden vanwege de complexe structuur is het belangrijk om te weten dat de aankopen van overheidsobligaties door de nationale Centrale Banken uitgevoerd worden. Daarbij worden potentiële verliezen voor 80% gedragen door de nationale Centrale Banken en voor 20% door Europa (zogenaamde 'loss-sharing'). De ECB treedt met dit programma in de voetsporen van de Amerikaanse Centrale Bank, de Japanse Centrale Bank en de Engelse Centrale Bank. Er is dus geen sprake van een nieuw monetair experiment maar de ECB heeft het programma zo gestructureerd dat het uitvoerbaar is voor de complexe Europese situatie.

Deflatie in december en januari

Naast het aanjagen van de economische groei is dit programma vooral aangekondigd om de dreiging van een lange periode van deflatie te verjagen. In december en januari was er op Europees niveau sprake van dalende prijzen ten opzichte van het jaar daarvoor (deflatie). Dit wil de ECB hoe dan ook ombuigen in een stijgend prijspeil. We hebben al vaker geschreven over de negatieve aspecten van deflatie op de economie maar willen dat vanwege de actualiteit en belangrijkheid toch nog even herhalen:

1. Consumenten stellen bestedingen uit als ze denken dat ze iets in de toekomst goedkoper kunnen kopen.
2. Hetzelfde geldt voor bedrijven die investeringen uitstellen en door een lager prijspeil hun winst zien dalen. Om marktaandeel te behouden zullen veel bedrijven de prijzen verder moeten verlagen. Bedrijven gaan vervolgens op zoek naar kostenbesparingen.
3. Lagere bedrijfswinsten zetten de lonen van werknemers onder druk waardoor besteedbare inkomens dalen en consumenten op zoek gaan naar goedkopere producten.

De negatieve aspecten versterken zichzelf snel in een omgeving van deflatie. Doordat de rente door de ECB al tot onder nul was verlaagd, grijpt men nu naar extra onconventionele maatregelen om een deflatoire spiraal te voorkomen. Mede door de recente scherpe daling van de olieprijs zullen Europese inflatiecijfers de komende maanden waarschijnlijk nog negatief blijven.

Wat hebben we geleerd van Amerikaanse QE?

De centrale bank van de VS heeft jarenlang op grote schaal obligaties opgekocht en is daar in oktober vorig jaar mee gestopt. De angst dat QE zou leiden tot hele hoge inflatie is daar onjuist gebleken. Dit is te verklaren doordat de Centrale Bank geen nieuw geld toevoegt aan het monetaire systeem maar eigenlijk een soort 'ruil' van financiële bezittingen tot stand brengt. De Centrale Bank verkrijgt obligaties in ruil voor cash waardoor de samenstelling van de balans van de private sector (o.a. banken, pensioenfondsen en verzekeraars) verandert maar niet groter wordt. Uiteraard wordt de balans van de Centrale Bank wel groter, zodat het lijkt alsof er meer geld in omloop is.

Doordat de vraag naar 'veilige' staatsobligaties door de Centrale Bank vergroot wordt, stijgen de prijzen en dalen de rendementen tot zeer onaantrekkelijke niveaus voor beleggers. Hierdoor ontstaat meer vraag naar andere beleggingen zoals bedrijfsobligaties en aandelen. De prijzen van dit soort beleggingsinstrumenten stijgen waardoor de balans van de private sector verbetert en daarmee neemt het vertrouwen in de economie toe. Dit leidt ertoe dat banken bereid zijn meer geld uit te lenen en dat consumenten meer gaan besteden. Door dit samenspel komt de economische groei beter op gang. De afgelopen jaren zijn Amerikaanse financiële beleggingsinstrumenten snel in waarde gestegen (veel meer dan in Europa) en is de economische groei toegenomen tot 3% per jaar. Het lijkt erop dat de strategie van QE in Amerika gewerkt heeft, al is het door het ingewikkelde samenspel van factoren heel moeilijk meetbaar wat de directe effecten zijn geweest. Er is ook kritiek dat QE in de VS de rijken rijker heeft gemaakt. Met name mensen met financiële bezittingen zoals aandelen en obligaties profiteerden en daarmee is de ongelijkheid binnen de samenleving toegenomen.

Politieke implicaties van Europese QE

Europese QE is een positief signaal dat de landen van Europa bereid zijn risico's te delen. Een programma als recent aangekondigd was een aantal jaar geleden nog ondenkbaar. Dit is een stap richting meer Europa. Verdere integratie blijft noodzakelijk om de Europese Unie goed te laten functioneren. Deze sterke actie van de ECB kan de politiek echter lui maken om verder te gaan met het structureel hervormen van de economieën en overheidsfinanciën. In dit opzicht is de recente verkiezingsuitslag in Griekenland heel belangrijk voor Europa. Als de eis van Griekenland om schulden deels kwijt te schelden wordt gehonoreerd door Europa, zal dit een uitnodiging zijn voor andere landen om hetzelfde te eisen. Wij verwachten derhalve zeer moeizame onderhandelingen tussen Europa en Griekenland en geen kwijtschelding van schulden.

Implicaties van QE voor financiële markten

We zien de volgende implicaties voor obligaties (rente), aandelen en valuta.

1. Rente: Het opkoopprogramma van de ECB zorgt ervoor dat ook de rente voor langer lopende "veilige" staatsobligaties extreem laag blijft. Dit heeft gevolgen voor bijvoorbeeld de hypotheekrente. Deze zal waarschijnlijk verder dalen. De (korte) spaarrente was al extreem laag en zal door deze actie van de Centrale Bank langer laag blijven. Voor aantrekkelijke rendementen in staatsobligaties zullen beleggers buiten de zones waar QE plaatsvindt moeten zoeken. Binnen de Eurozone kunnen "minder veilige" bedrijfsobligaties meer rendement bieden.
2. Aandelen: als beleggers door QE gestimuleerd worden op zoek te gaan naar meer rendement, dan zal dit programma een (langer durend) positief effect hebben op aandelenkoersen. Omdat het opkoopprogramma €60mrd per maand is, is de kans groot dat er Euro's richting de aandelenmarkten blijven stromen tot in ieder geval september 2016. Dit dempt naar verwachting de beweeglijkheid (=risico) van koersen en zorgt voor een positief beleggingsklimaat voor aandelenbeleggingen.
3. Valuta: De Euro is al duidelijk in waarde gedaald tegen alle valuta. De verwachting is dat de Euro zwak blijft en daarmee de Europese export (en dus economische groei) een duwtje gaat geven. Op moment van schrijven noteert EUR/USD 1.13 (eind 2014: 1.21, eind 2013: 1.38).

Ongewijzigde asset allocatie

We maken, ondanks de op middellange termijn positieve effecten voor meer risicovolle beleggingen, nog geen wijziging in onze defensieve asset allocatie. De schaal van QE heeft ook ons positief verrast, maar we zien met name voor aandelen nog onvoldoende signalen op groen staan om de allocatie nu te verhogen. Bovendien zit er in de huidige samenstelling van de portefeuilles een aanzienlijke allocatie naar buitenlandse (=niet-euro) obligaties die ons in staat stelt een goed rendement te behalen met een relatief beperkt risico. Hierdoor zijn we dit jaar goed begonnen met een bruto maandrendement in januari van +3% in het Waarde+ profiel en +3.9% in Groei+.

We denken dat de wereld de vele heftige veranderingen van de afgelopen maanden nog aan het verwerken is. Denk daarbij aan de schok in de olieprijs, sancties tegen Rusland, de sterke US Dollar, de dreiging van deflatie en een mogelijke Griekse exit uit de Euro. Onderstaande grafiek toont de beweeglijkheid van aandelen en hierin is duidelijk te zien dat aandelen sinds oktober vorig jaar veel beweeglijker zijn dan de maanden daarvoor.



De huidige stand van 21.00 bijvoorbeeld, betekent *dagelijkse* schommelingen van aandelenkoersen van ongeveer 1.3%. Dit is het dubbele van de schommelingen in de zomer van vorig jaar (0.65%). Grote schommelingen associëren wij met hoger risico. Wij wachten op aantrekkelijkere omstandigheden voordat wij het risico in de portefeuilles gaan opschalen. De rendementen van januari laten zien dat een wereldwijd gespreide beleggingsportefeuille met een laag percentage aandelen in de huidige marktomgeving ook goede rendementen kan genereren.

QE heeft een positieve bijdrage geleverd aan het economische herstel in de VS en is vooral goed gebleken voor mensen met financiële bezittingen. Uit dat oogpunt juichen we de acties van de ECB dan ook toe. Het schept een beter beleggingsklimaat voor de komende jaren omdat geld op zoek gaat naar hogere rendementen. Dit is positief voor de rendementsverwachtingen van wereldwijd gespreide portefeuilles.

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