

Go with the flow

De financiële markten hebben een bewogen 1^e kwartaal achter de rug. Met name Centrale Bank acties hebben grote geldstromen ('flows') op gang gebracht die tot sterke marktbewegingen hebben geleid. Voor ons springt de stijging van Europese aandelen en de US\$ het meest in het oog. In deze bijdrage lichten we deze bewegingen toe. Onze beide profielen boekten al een hoger rendement dan de doelstelling voor het jaar. We houden onze regionale aandelenverdeling intact en zijn de afgelopen maanden gestart met het reduceren van de blootstelling aan de US\$. We blijven kritisch kijken naar mogelijkheden om rendement toe te voegen tegen een aanvaardbaar risico.

Inleiding

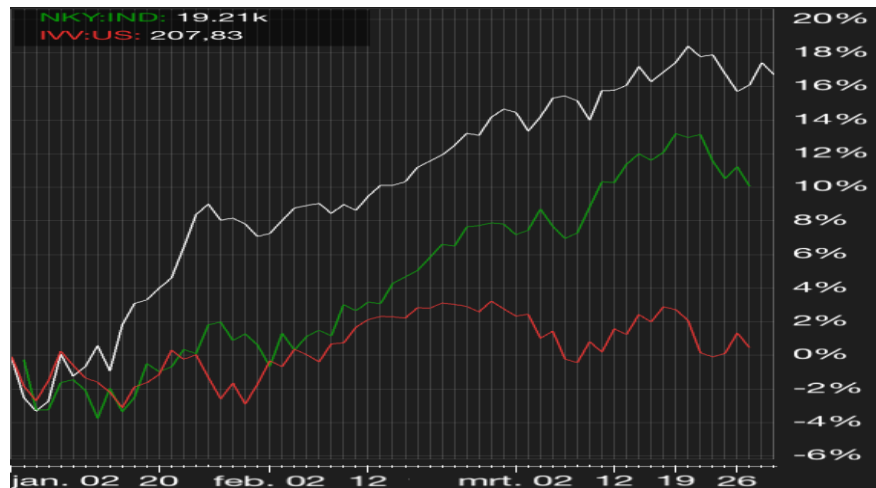
Zelden zijn er zoveel belangrijke gebeurtenissen in een kwartaal geweest als in de eerste drie maanden van 2015. Gebeurtenissen die de "markt" sterk in beweging hebben gezet. We zagen onder andere een sterke stijging van de categorie Europese- en Japanse aandelen terwijl Amerikaanse aandelen moeite hadden om de opwaartse lijn te pakken. De meeste obligatiebeleggingen waren licht positief terwijl de valutamarkten hele grote bewegingen lieten zien. Met name de US\$ presteerde zeer krachtig ten opzichte van bijna alle andere valuta in de wereld.

De koersen van financiële instrumenten zoals aandelen, obligaties en valuta komen tot stand op basis van vraag en aanbod. Het analyseren van geldstromen ('flows') maakt deel uit van ons asset allocatieproces omdat het informatie geeft over het gedrag van beleggers en welke beleggingscategorieën in populariteit toe- of afnemen. In deze mailing willen we toelichten hoe met name de acties van Centrale Banken het afgelopen kwartaal bepaalde flows op gang hebben gebracht en daarmee van grote invloed zijn geweest op de koersontwikkelingen in de financiële markten. We vertalen dit vervolgens naar de actuele samenstelling van de portefeuilles en onze visie voor de komende maanden.

Aandelen performance in perspectief

Onderstaande figuur laat een duidelijk beeld zien van de prestatie van de belangrijkste aandelenindices in Amerika, Europa en Japan dit jaar. In lokale valuta gemeten zijn Europese aandelen +16% (wit), Japanse aandelen +11% (groen) en Amerikaanse aandelen onveranderd (rood). De daling van de Euro tegenover US\$ en Yen het afgelopen kwartaal betekent dat de rendementen van Amerikaanse- en Japanse aandelen in euro gemeten meer dan 10% hoger zijn dan deze figuur laat zien. Dit onderstreept nog eens hoe belangrijk actief valuta beheer is voor een wereldwijd gespreide beleggingsportefeuille. Wij hebben in november 2014 Japanse aandelen in Yen toegevoegd

aan de portefeuilles. Door de combinatie van koers- en valutawinst is deze positie al +25% dit jaar. In december 2014 hebben we winst genomen op een groot deel van de Amerikaanse aandelenposities. Wij zijn het jaar begonnen met een relatief beperkt risico in de portefeuilles door met name een bescheiden aandelenpositie in te nemen. Terugblikkend kunnen we concluderen dat aandelen voor Euro beleggers heel goed gepresteerd hebben en dat we de juiste regionale keuzes hebben gemaakt. De acties van met name de Europese Centrale Bank (ECB) veroorzaakte een vraag (flow) naar Europese aandelen die sterker was dan de terughoudendheid op basis van de aanwezige risico's.



Performance Europese, Japanse en Amerikaanse aandelen in lokale valuta

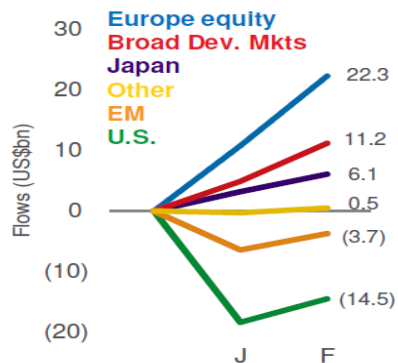
De invloed van de opkoopprogramma's van Centrale Banken

In onze mailing 'Meer Europa' van eind januari hebben we uitgelegd wat voor effect het grote obligatie opkoopprogramma ('QE') van de ECB op financiële markten heeft. Doordat de rendementen van staatsobligaties tot zeer onaantrekkelijk niveaus dalen, gaan beleggers op zoek naar meer rendement. Dat deze beweging onmiddellijk heeft plaatsgevonden wordt bevestigd in onderstaande figuur. Deze figuur geeft een beeld van de geldstromen gedurende de eerste twee maanden van 2015 in Exchange Traded Products (ETP). De linker figuur toont dat een uitstroom in Amerikaanse- en Emerging Market aandelen meer dan gecompenseerd wordt door de sterke instroom in de andere regio's. De grootste inflow zien we in Europese- en Japanse aandelen, beide regio's met een sterk eigen QE programma en een sterke performance in het eerste kwartaal. Amerika, dat vorig jaar stopte met QE, kende de sterkste outflow sinds 2009 en de minste performance.

De rechter grafiek toont aan dat er ook in de obligatie categorieën sprake was van inflow. We kunnen hieruit concluderen dat er, naast de regionale verschuivingen in aandelen, veel cash is omgezet naar beleggingen in aandelen en obligaties in het algemeen. Het feit dat het rendement op het aanhouden van cash verder verslechterde de afgelopen maanden speelt hier zonder twijfel een belangrijke rol.

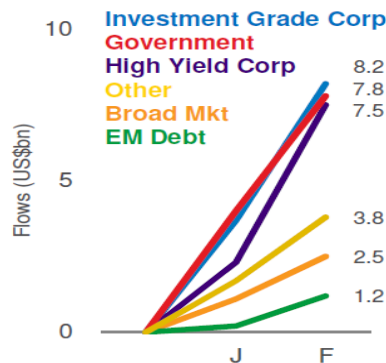
EQUITY ETP FLOWS¹

2015 YTD Flows: \$21.9bn



FIXED INCOME ETP FLOWS¹

2015 YTD Flows: \$31.0bn



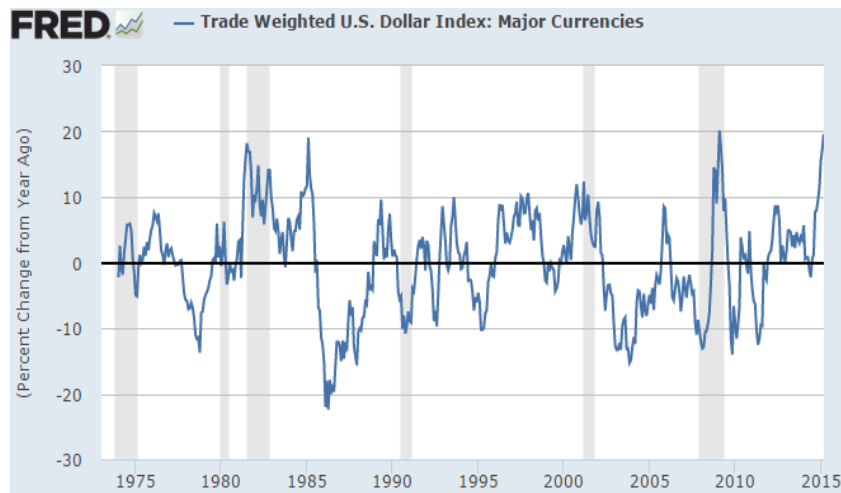
Van ZIRP naar NIRP

Naast het opstarten van QE was de Centrale Bank van de VS ('Fed') ook snel met het implementeren van een zogenaamde Zero Interest Rate Policy (ZIRP) waarbij de rente naar nul werd verlaagd. De ECB ging vorig jaar een stap verder en verlaagde de rente tot -0.2%. Deze zogenaamde Negative Interest Rate Policy (NIRP) was met name bedoeld om de kredietverlening door Europese banken beter op gang te krijgen. Dit medicijn bleek echter een sterke bijwerking te hebben: het verzwakte de Euro en dit was voor de meesten met name zichtbaar via een fors sterke US dollar. De NIRP is dit jaar ook omarmd door de centrale banken van Zwitserland, Denemarken en Zweden met als belangrijkste doelstelling de sterke wisselkoers tegen de Euro te verzwakken.

De combinatie van QE en een politiek van negatieve rente is een nieuw experiment. Het is zeer waarschijnlijk dat het betalen voor het aanhouden van geld meer effect zal hebben dan het niet ontvangen van rente omdat maar weinig beleggers bereid zijn "op zeker" verlies te lijden op hun spaargeld. Bij een negatieve rente zal men eerder alternatieven zoeken voor het aanhouden van cash. NIRP versterkt daarmee de effecten van QE en de geldstromen die op gang zijn gekomen in het eerste kwartaal. Het is interessant om te zien dat de stijging van obligatiekoersen de afgelopen maanden ervoor gezorgd heeft dat 25% van alle Eurozone staatsobligaties nu feitelijk ook handelen met een negatieve rente (=yield) voor beleggers (nb. de combinatie van een (te) hoge aankoopkoers, een lage couponrente en een aflossing op 100% leidt tot een negatief totaalrendement).

VS beweegt weg van ZIRP

Sinds de laatste Fed vergadering in maart denkt men dat de korte rente in de VS van 0% nu naar 3.0-3.5% zal bewegen in de komende 3 jaar. De eerste renteverhoging wordt verwacht tussen juni en september van dit jaar. De acties van de ECB in combinatie met het tegengestelde monetaire beleid in de VS heeft de Euro tot het laagste punt in 12 jaar geduwd. Gedurende het 1^e kwartaal bewoog de US\$ van 1.21 naar 1.075 tegen de Euro. Wij zien in deze beweging dus niet alleen Euro zwakte maar ook US\$ kracht. Onderstaande grafiek laat de kracht van de USD zien tegenover alle toonaangevende valuta als procentuele verandering ten opzichte van een jaar ervoor. Een jaarlijkse stijging van 20% is zeer ongewoon en zelfs extreem te noemen in historisch context.



De stijging van de US\$ en de gehalveerde prijs van olie zullen wegen op groei en inflatie in de VS. De eerste tekenen daarvan zijn al zichtbaar. Momenteel groeit de economie van Amerika zo'n 2.0-2.5% tegenover 3.5% in de voorgaande kwartalen. In Europa worden door de lage Euro en aantrekkende consumenten- en producentenvertrouwen de groeiverwachtingen juist omhoog bijgesteld. De consensus verwachting voor de Europese groei over heel 2015 was recent nog 1.3%, maar veel economen hebben de verwachting voor de komende kwartalen verhoogd waardoor de verwachting voor het hele jaar waarschijnlijk gaat stijgen naar 1.6-1.7%.

In 'Met het kompas op 2015' van december 2014 schreven we dat de stijging van de US\$ goed is voor de balans in de wereldeconomie omdat het de groei mondiaal beter verdeelt. Dat is precies wat we in de tweede helft van het eerste kwartaal zien gebeuren. Deze herverdeling heeft uiteraard zijn grenzen. Als de negatieve effecten van een sterke US\$ te groot worden zal de Fed het pad voor renteverhogingen gaan vertragen. Een initiële renteverhoging tussen juni en september wordt dan langzamer opgevolgd met verdere verhogingen. In dit scenario wordt het niveau van 3.0-3.5% in 2018 dan niet bereikt. Wij vinden dit het meest waarschijnlijke scenario en denken dan ook dat het grootste deel van de (extreme) stijging van de US\$ ten opzichte van de Euro achter ons ligt. We hebben de afgelopen maanden de exposure in de portefeuilles naar de US\$ langzaam verlaagd en zullen dit bij een aanhoudende stijging de komende maanden blijven doen.

Implicaties

Na het eerste kwartaal staan de rendementen van onze beide profielen al boven de jaarlijkse doelstelling (Waarde+ +5.3%, Groei+ +7.1%). Onze inschatting van de risico's aan het einde van 2014 leidde tot een relatief lage aandelenweging in de portefeuilles. Het feit dat de portefeuilles toch sterk gepresteerd hebben betekent dat er ook buiten deze categorie aantrekkelijke rendementen behaald konden worden. Wij waken voor overmoed en blijven kritisch op zoek naar mogelijkheden om rendement toe te voegen tegen een aanvaardbaar risico.

Met geldstromen die op zoek zijn naar een hoger rendement denken we dat het beleggingsklimaat de komende maanden goed blijft. We verwachten dat de flows naar Europese (en Japanse) aandelen

de komende maanden - gevoed door QE en NIRP - positief blijven. We houden daarom vast aan onze huidige regionale aandelenwegingen. Nu de groei in Europa aantrekt en bedrijfswinsten verbeteren zien we fundamenteel meer redenen om onze exposure naar Europese aandelen uit te breiden. Vanuit een tactisch oogpunt wachten we echter op een beter aankoopmoment om hiermee de algehele aandelenweging op te hogen.

Als de herverdeling van groei mondiaal doorzet en de angst voor deflatie verder wegebt, denken we dat de huidige (negatieve) rente veel te laag is. Het is dan belangrijk om te kijken wanneer er een draai gaat plaatsvinden uit obligaties in aandelen. Die geldstromen kunnen leiden tot zeer krachtige marktbevingen. Door de extreem lage rente bieden maar weinig obligaties bescherming tegen een stijging van de rente. Door de beweging van de laatste maanden vinden wij veel onderdelen van de obligatiemarkt risicovoller worden. We houden daarom vast aan een lage rentegevoeligheid (=risico) van de obligatieportefeuilles. Met onze beleggingsaanpak kunnen we op elk moment inspelen op veranderende omstandigheden waarbij de risico-rendementsverhouding de belangrijkste drijfveer in de portefeuille opbouw is.

Fijne paasdagen!

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