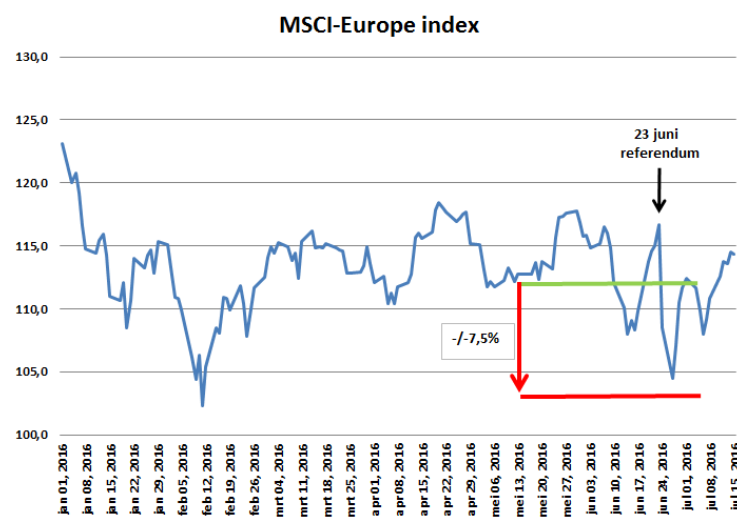


Bubbel in risico-aversie

Aandelen zijn snel hersteld van de klappen na de historische Brexit uitkomst. De onzekerheid heeft geleid tot een voortdurende vlucht naar veilige beleggingen en heeft de rente van veel staatsobligaties verder negatief geduwd. Obligaties met een negatief rendement hebben een ander risicokarakter en zijn in onze ogen niet aantrekkelijk om op te nemen in de portefeuilles. In deze mailing gaan we in op de bijzondere situatie op de obligatiemarkt - die wij zien als een bubbel in risico-aversie – en hoe we daarmee omgaan in de beleggingsportefeuilles.

Inleiding

De paniek veroorzaakt door de Brexit was van korte duur. In onze laatste mailing ('Keep calm and carry on' van 24 juni) stelden we dat het verlies na dit soort schokken historisch gezien na 4-6 weken is ingelopen. Ook dit keer is dat het geval. Europese aandelen, die het hardst geraakt werden, staan weer bijna op het punt van de dag van het referendum. Het besluit van de Britten om de EU te verlaten heeft wel geleid tot meer afkeer van risico door beleggers, wat tot uiting komt in de nog verdere rentedaling van staatsobligaties in de Westerse wereld. Het percentage obligaties met een negatieve rente is sinds Brexit verder opgelopen. Dit heeft belangrijke implicaties voor de samenstelling van een wereldwijde, gespreide beleggingsportefeuille. Deze mailing zal grotendeels gaan over de huidige bijzondere situatie van staatsobligaties en hoe wij daarmee omgaan in ons beleggingsbeleid.



Figuur 1: MSCI-Europe index (bron: www.msci.com)

Aandelen snel in herstel

De val van Europese aandelen op vrijdag 24 juni zette door op de maandag. Daarna trad een opvallend snel herstel in. We publiceren hierboven nogmaals de grafiek uit onze vorige mailing van de MSCI-Europe index, alleen nu met de koers tot gisteren. Deze grafiek toont aan dat de koersdaling binnen onze verwachting is gebleven (niet onder de rode lijn) en binnen 4 weken bijna terug is op het niveau van voor de Brexit uitslag. Europese aandelen presteren al meer dan een jaar slecht. Veel kapitaal was voor de Brexit al weggesluisd en sommige beleggers gebruikten de scherpe koersdalingen direct als een koopmoment. De eerste tekenen van instroom in Europese aandelen zijn inmiddels zichtbaar. We verwachten dat de komende periode zal blijken dat de impact op de Eurozone economie inderdaad beperkt is. Dit zal, in onze ogen, leiden tot een verdere her-allocatie naar Europese aandelen. Zoals uitgelegd in onze recente kwartaalrapportage blijven we vasthouden aan aandelenbeleggingen buiten de VS, met een grote weging in Europa.

Bijzondere situatie in staatsobligaties

De onzekerheid van de Brexit heeft beleggers nog meer gestuurd richting 'veilige' staatsobligaties. Rendementen op deze obligaties waren al extreem laag door de acties van Centrale Banken sinds de Grote Financiële Crisis van 2008. Uit onderstaande tabel (figuur 2) valt op te maken hoe bijzonder de huidige situatie van staatsobligaties in ontwikkelde landen is. Van de ultieme 'safe haven' Zwitserland handelen alle obligaties tot en met 30 jaar looptijd met een negatief rendement. De benchmark van Europese staatsobligaties, de 10-jaars Duitse bund, werd begin juli voor het eerst in de geschiedenis uitgegeven met een negatief rendement van -0,05%. De Duitse staat wordt dus betaald voor deze lening in plaats van dat de belegger rente ontvangt. Buiten Europa en Japan wordt nog wel een positieve rente waargenomen in de VS en VK. De VK bevindt zich nu in een onzekere situatie en de VS was al begonnen met het verhogen van de beleidsrente in december 2015.

	2 jaar	5 jaar	10 jaar	30 jaar
Duitsland	-0.65%	-0.57%	-0.02%	0.51%
Frankrijk	-0.54%	-0.36%	0.22%	1.00%
Italië	-0.04%	0.33%	1.25%	2.27%
Japan	-0.33%	-0.31%	-0.23%	0.19%
Nederland	-0.57%	-0.49%	0.09%	0.60%
Spanje	-0.12%	0.28%	1.23%	2.33%
Zwitserland	-1.00%	-0.93%	-0.54%	-0.06%
Verenigd Koninkrijk	0.17%	0.40%	0.82%	1.68%
Verenigde Staten	0.69%	1.13%	1.58%	2.29%

* Per maandag 18-7-2016 om 14 uur.

Figuur 2: huidige rente van staatsobligaties met verschillende looptijden

Als we de analyse doortrekken naar wereldwijde staatsobligaties inclusief Emerging markets dan krijgen we het volgende beeld (zie figuur 3). Van alle wereldwijde staatsobligaties handelt nu zo'n 60% met een rente van minder dan 1%. In totaal 25% (meer dan \$10.000 mrd) van alle staatsobligaties heeft een negatieve rente. Om een rente van meer dan 1% te krijgen moet een

obligatiebelegger een langere looptijd of een lagere kredietwaardigheid accepteren. Alleen staatsobligaties van opkomende landen bieden nog een behoorlijke rendement. De rente op de index van staatsobligaties van opkomende landen is met 6,2% beduidend hoger dan de 0,8% van de index van staatsobligaties van ontwikkelde landen.



Figuur 3: Wereldwijde staatsobligatierente

De geschiedenis van negatieve rente

Op 5 juni 2014 verlaagde de Europese Centrale Bank de depositorente voor het eerst in de geschiedenis naar 0,10% negatief. Dit is het tarief waartegen banken cash kunnen stallen bij de ECB. De bedoeling was dat banken minder cash bij de ECB zouden aanhouden en meer zouden gaan uitlenen aan particulieren en bedrijven om zo groei te bevorderen. Dit experiment van de ECB kreeg in juli 2014 navolging van de Zweedse centrale bank gevolgd door de Zwitserse centrale bank in december 2014. Begin dit jaar introduceerde ook Japan een negatieve rente.

Uit figuur 3 hierboven blijkt dat negatieve rente op staatsobligaties (paars) voor het eerst onstond na de beslissing van de ECB. Het bij-effect van de negatieve depositorente was dat banken de cash aanwendden om veilige staatsobligaties kopen die meer opleverden dan de 0,1% die zij aan de ECB moesten betalen. De vraag naar deze staatsobligaties deed de rente zakken, in sommige gevallen tot onder nul. Tussen juni 2014 en nu hebben centrale banken het depositotarief nog meerdere keren verlaagd. De ECB zit momenteel bijvoorbeeld op -0,4% en de Zwitserse bank op tussen -0,25 en -1,25%. Uit figuur 2 valt duidelijk af te lezen dat sommige kortlopende Europese obligaties meer negatief zijn dan de -0,4% van de ECB. Er is blijkbaar nog meer aan de hand. Naast banken hebben beleggers ook bijgedragen aan de beweging naar deze negatieve rente. Staatsobligaties hebben een plaats in traditionele portefeuillmodellen omdat zij diversificatie en stabiliteit brengen. Ze bieden meestal tegenwicht als aandelen slecht presteren en verbeteren zo de risico/rendementsverhouding van een portefeuille. De noodzaak tot diversificatie in een omgeving van lage groei en lage inflatie heeft er voor gezorgd dat er veel vraag naar staatsobligaties bleef bestaan. Een gebeurtenis als Brexit, die de economische onzekerheid verder vergroot heeft, dwingt veel beleggers nog meer zekerheid te zoeken en daarom zijn zij bereid (meer) te betalen voor het uitlenen van geld. Zie dit als een soort verzekeringspremie tegen negatieve schokken van aandelen. Zo is de wereld uitgekomen op de negatieve rentetarieven van figuur 2.

Een bubbel in staatsobligaties?

Door de lage risicobereidheid konden obligaties in 2015 en 2016 aanzienlijk beter presteren dan aandelen. Er valt soms te lezen dat er momenteel een bubbel in obligaties is. Daar zijn wij het niet mee eens. Hoewel obligaties bij een stijgende rente in koers dalen (denk maar aan mei vorig jaar) zorgt de aard van een staatsobligatie met goede kredietwaardigheid er voor dat de kans op een groot verlies van kapitaal beperkt is (je krijgt immers in de toekomst je geleende geld terug). Wij zien in de huidige situatie veel eerder een bubbel in risico-aversie.

De 25% van de markt voor staatsobligaties met een negatief rendement vinden wij geen aantrekkelijke beleggingen. Het is zeer waarschijnlijk dat de risicobereidheid op korte termijn verbetert omdat het gebrek eraan nu vergelijkbaar is met de periode van net na de val van Lehman in 2008 en de EU schulden crisis van 2011. Ook hebben Centrale Banken aangegeven de depositorente niet verder te verlagen. Een eerste beweging is dus waarschijnlijk omhoog. Waarom zou je (rente)risico lopen in een obligatie waar je op voorhand al weet dat je een negatief rendement gaat scoren? Er zijn alternatieven beschikbaar, zoals cash en geldmarktfondsen, die kosteloos kunnen zorgen voor diversificatie tegen nagenoeg geen risico. Wij houden geen obligaties met een negatief rendement aan, hebben slechts een beperkte hoeveelheid obligaties met een rente tussen 0-1% en zoeken sinds vorig jaar (met succes) met name rendement voor onze klanten in de staatsobligaties van opkomende landen.

Tenslotte

De laatste week zijn er goede economische cijfers gepubliceerd in verschillende delen van de wereld. Hierdoor zijn beleggers voorzichtig gestart met het verlaten van de veilige havens en zijn obligatiekoersen iets gedaald. De portefeuilles hebben in dit klimaat goed gepresteerd. We weten niet of dit de start is geweest van een meer normaliserende risicobereidheid. Wat we wel weten is dat bubbels niet eeuwig duren en dat op een bepaald moment de afkeer voor risico zal draaien. We hebben dit ook gezien na Lehman en de EU schulden crisis. De portefeuilles zijn gepositioneerd om hier goed van te profiteren.

De bijzondere situatie op de markt van staatsobligaties zien wij als een korte termijn fenomeen. In onze ogen ondergaat de obligatiemarkt ook een structurele verandering door wereldwijde coördinatie van centrale banken en politiek. Binnenkort zullen wij een nieuwe mailing uitsturen over dit onderwerp.

Met vriendelijk groet,

Theo van den Berghe & Renco van Schie

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