

Bliksem bij heldere hemel

Gisteravond werd de Amerikaanse beurs opgeschrikt door een flash crash. In korte tijd duikelden de koersen met bijna 5% en werd de positieve start van het jaar uitgewist. Ook in Azië en Europa dalen vandaag de koersen hard. Wij hebben vanochtend Europese aandelen gekocht omdat de oorzaken van de recente dip geen aanleiding geven om onze visie aan te passen. In januari kregen we juist bevestiging dat aandelen dit jaar veel upside bieden. Wij zien geen bedreiging in de recente stijging van de rente in de huidige fase van de economische cyclus.

Inleiding

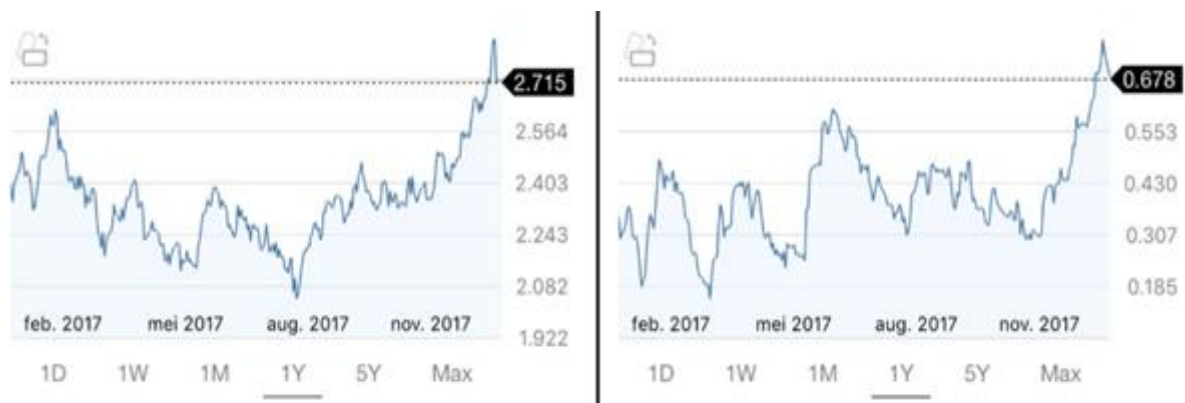
Het nieuwe beleggingsjaar startte zonnig en positief maar werd de laatste dagen ruw verstoord. Gisteravond leidde een lawine van verkooporders van 'robot' beleggers tot een zogenaamde flash crash waarbij de Amerikaanse S&P500 index bijna 5% daalde (grootste daling in 7 jaar). Dit veroorzaakte vandaag grote dalingen in Azië en Europa. De stijging van de wereldindex van aandelen van +7,2% in de eerste weken (+3,8% in EUR) is bijna compleet verdampt op dit moment (-2,7% in EUR). Tot nu toe is dit jaar de wereldwijde obligatie-index met 1,5% gedaald (-4,5% in EUR). Ondanks deze forse dalingen stonden de klantenportefeuilles gisteravond op het slot nog licht positief voor 2018.

In deze mailing verklaren we wat er tot nu toe gebeurd is in de eerste weken van dit jaar. We leggen daarna uit waarom en hoe we vanochtend risico aan de portefeuilles hebben toegevoegd om gebruik te maken van deze flash crash.

Melt-up

De eerste weken van januari werden gedomineerd door positieve economische data wereldwijd en krachtig oplopende aandelenkoersen. Het aannemen van het belastingplan van Trump in december leidde tot het naar boven bijstellen van winstverwachtingen van Amerikaanse bedrijven. Er kwamen grote geldstromen op gang richting aandelen wat werd versterkt door hogere koersen omdat beleggers bang waren de stijging te missen (melt-up). De bevestiging van Centrale Banken dat zij het beleid verder gaan normaliseren in combinatie met tekenen dat de inflatie weer aantrekt, zorgden voor een daling van obligaties (= stijging van de rente). De uiteenlopende performance van aandelen en obligaties in het laatste deel van de cyclus is normaal en hebben wij besproken in onze laatste publicaties. De kracht van de economie zorgt dan voor oplopende inflatie en rente maar ook voor een stijging van bedrijfswinsten en risicobereidheid.

Aan het einde van de maand januari, na de beste start in decennia, begonnen aandelenbeleggers wat winst te nemen. Tegelijkertijd nam het momentum in de rentestijging toe, zoals figuur 1 hieronder laat zien. Als klap op de vuurpijl kwamen afgelopen vrijdag sterke banencijfers in de VS uit die lieten zien dat de lonen met 2,9% waren gegroeid op jaarbasis in januari. Dit voedde de angst voor een verdere stijging van de rente. Beleggers kijken naar het niveau van de rente om de relatieve aantrekkelijkheid te kunnen bepalen tussen aandelen en obligaties. Bij een stijging van de rente worden aandelen minder aantrekkelijk. De combinatie van winstnemingen en verkopen uit angst voor verdere rentestijgingen, leidde uiteindelijk tot een verkoopclimax gisteravond waarbij de S&P500 aan het einde van de dag meer dan 5% lager was.

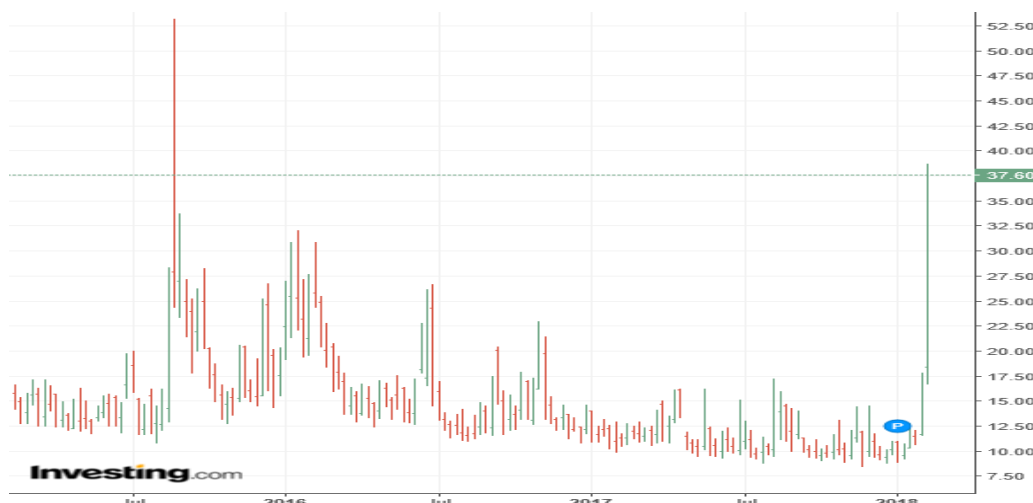


Figuur 1: Ontwikkeling rente Amerikaanse (links)- en Duitse (rechts)- 10-jaars staatsobligatie (bron: Investing.com)

Explosie in de VIX

Gisteravond explodeerde de VIX Volatiliteitsindex (zie onderstaande figuur 2). Na een onveranderde opening bouwden de verkooporders langzaam op en mondde uit in een flash crash ('Flits crash'). Een flits crash omschrijven wij als een grote daling (>5%) in zeer korte tijd die wordt veroorzaakt door elektronische handelssystemen waarbij dalende koersen automatisch nieuwe verkooporders genereren. Er ontstaat zo een negatieve spiraal van verkooporders die een grote volatiliteit veroorzaakt.

In de afgelopen jaren zijn er veel kwantitatieve beleggingsstrategieën ontwikkeld die gebaseerd zijn op trends, momentum en de mate van volatiliteit. Als er een verandering komt in deze variabelen wijzigen veel strategieën de onderliggende posities. Zo heeft de langzame draai in de markt van eind januari die werd gevolgd door de daling van afgelopen vrijdag, ervoor gezorgd dat veel 'robot' beleggers gisteren moesten gaan verkopen bij dalende koersen. De stijging van de volatiliteit versterkte vervolgens de verkoopdruk. Veel fundamentele beleggers (zoals wijzelf) stonden na een sterke start van het jaar aan de zijlijn waardoor deze verkopers zo'n grote impact konden hebben. Dit verklaart, volgens ons, de grote daling van gisteren. Soms herstellen markten direct na een flash crash, soms daalt het nog iets verder. Dit is afhankelijk van verdere verkoopdruk van eerdergenoemde strategieën en de reactie van fundamentele beleggers. In het huidige zonnige economische klimaat valt te verwachten dat beleggers deze dip als koopkans gaan benutten omdat de koersen lager staan dan aan het begin van het jaar.



Figuur 2: CBOE Volatiliteitsindex (Vix, bron: Investing.com)

Impact van hogere rente

Om te beoordelen of de angst voor de huidige stijging van de rente een bedreiging is voor aandelen kijken we naar twee elementen. Het eerste element is het absolute niveau van de rente. Normaal gesproken zorgt oplopende inflatie aan het einde van de cyclus tot een stijging van de rente die uiteindelijk leidt tot verslechterende financiële condities voor de economie. Er ontstaat dan meestal een recessie die slecht is voor aandelenkoersen. Op dit moment zijn de financiële condities niet alleen in Europa nog zeer gunstig, ook de 'financial conditions index' van de Federale Bank van Chicago (zie figuur 3 hieronder) laat zien dat condities losser dan ooit zijn in de VS. Het is dus niet zo dat de Centrale Bank al te stevig op de rem trapt om de sterke economie af te koelen.



Note: Values below zero indicate conditions are looser than average
 Source: Federal Reserve Bank of Chicago

Figuur 3: Financial Conditions Index (bron: Federal Reserve Bank of Chicago)

Het tweede element is het relatieve niveau van de rente. Hiermee bedoelen we hoe een belegging in aandelen zich verhoudt tot een belegging in obligaties. De meest gebruikte methode is om te kijken naar het winstrendement ('earnings yield') van aandelen ten opzichte van de reële rente op een 10-jaars staatsobligatie. De earnings yield is de inverse van de koers-winstverhouding (= 1 gedeeld door de K/W). Hoe groter het verschil, hoe beter voor aandelen en vice versa. Aan het begin van deze maand was het verschil tussen deze twee ratio's in Amerika ongeveer 4,0 (gemiddeld 3,4). In Europa is dit verschil, door de negatieve reële rente en lagere koers-winstverhoudingen, nog beter. We komen daar in onze berekeningen boven de 6,0 uit tegen gemiddeld 4,0. Onze conclusie op basis van bovenstaande is dat het huidige niveau van de rente (inclusief de sterke stijging van januari) zowel in absolute als in relatieve zin geen bedreiging vormt voor aandelen. Daarbij laat deze beoordeling ook zien dat Europese aandelen veel aantrekkelijker zijn dan Amerikaanse aandelen.

Aanpassing in de portefeuilles

In onze laatste mailing 'Luisteren naar de stilte' (11 december) sloten we af met de woorden dat we bij meer roerige tijden in actie zouden komen. Omdat de dalingen van de laatste dagen door ons gezien worden als een kans, en niet als een bedreiging, hebben we vanochtend risico toegevoegd aan de portefeuilles. We hebben een positie in bedrijfsobligaties met korte looptijd omgeruild voor een aandelenindex uit de eurozone (3-5% van de portefeuilles). Deze aandelen zijn met name bedrijven in het midcap segment die profiteren van de brede groei binnen de eurozone. Na deze wijzigingen staat het risico iets hoger dan bij de start van het jaar.

Tenslotte

Correcties horen bij beleggen en zelfs de jaren met het beste rendement kennen een periode met een daling van 10% of meer. Deze flash crash kwam als een bliksem bij heldere hemel maar betekent niet automatisch dat het slecht weer wordt. De kracht van de economie is breed en wereldwijd gedragen en de rente is in absolute en relatieve zin nog steeds laag. Het is in onze ogen te vroeg om je zorgen te maken over het einde van de huidige economische cyclus. Een cyclus eindigt eigenlijk altijd met krappe financiële condities en hoge risicobereidheid. Het sentiment onder beleggers is zeker nu ver van euforie verwijderd en zoals we hebben laten zien is er nog steeds sprake van ondersteunende condities. In januari werd zichtbaar hoeveel 'upside' aandelen hebben. We vinden dat de oorzaken van de recente dalingen geen reden zijn om onze positieve visie te wijzigen en hebben daarom vandaag risico aan de portefeuilles toegevoegd.

info@valuedge.nl Planetenweg5 T. +31 23 556 3196
www.valuedge.nl 2132 BN Hoofddorp M. +31 6 4635 8634