

Reflectie

Het beleggingsjaar 2017 is rustig en positief gestart. Reflatie is al maandenlang het thema op de financiële markten. Mondiaal trekt de groei hard aan en kruipt de inflatie hoger. Dit is al een tijd ons centrale scenario en wij denken niet dat de markt hier te ver op vooruit gelopen is. Toch hebben we wat winst genomen en daarmee het risico in de portefeuilles verlaagd tot net bovengemiddeld. We lichten de wijzigingen in deze mailing toe. De portefeuilles blijven gericht om te profiteren van reflatie maar mocht er onrust ontstaan dan hebben we ruimte om risico toe te voegen.

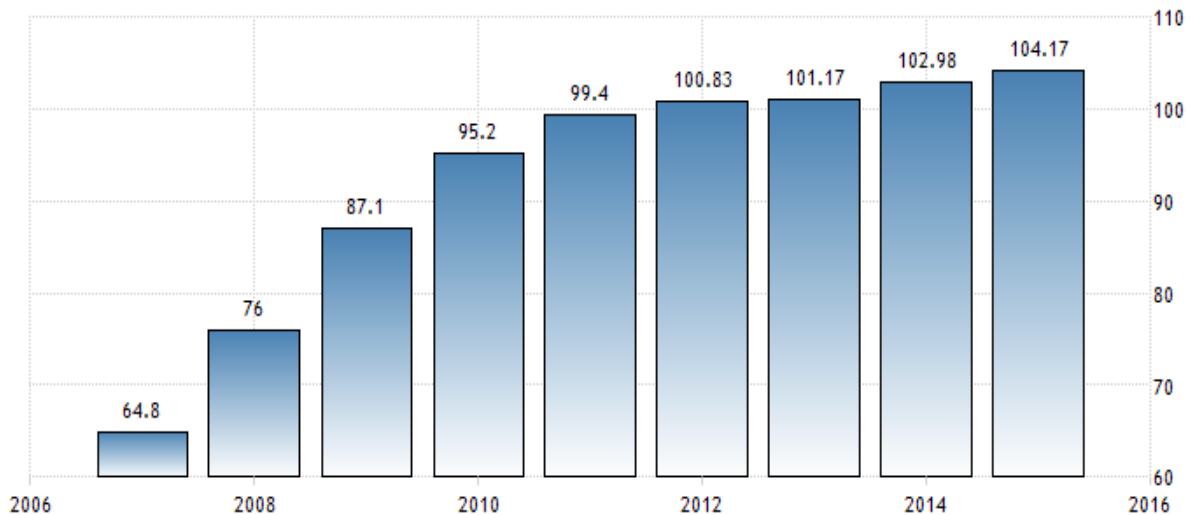
Inleiding

In de eerste twee maanden van dit jaar is het rustig gebleven op de financiële markten. Er zijn nauwelijks onverwachte gebeurtenissen en de media houden zich vooral bezig met de ‘fenomenale’ nieuwe President van Amerika. De aandelen op Wall Street stijgen al weken op rij en breken met kleine stapjes record na record. In onze laatste mailing ‘Volare’ van midden december spraken we de verwachting uit dat de gunstige marktomstandigheden nog wel even zouden voortduren. Hoewel we weinig blootstelling naar Amerika in de portefeuilles hebben, heeft een goede diversificatie gezorgd voor een positief rendement van 2-3% tot moment van schrijven. Binnen de portefeuilles hebben we wel een aantal verrassende bewegingen gezien. Na reflectie hebben we aanpassingen in de portefeuilles gemaakt. We bespreken in deze eerste mailing van 2017 het thema reflatie, de verrassingen van de eerste maanden van het jaar en deze portefeuillemwijzigingen.

Reflatie

Reflatie is een van de meest gehoorde termen in de beleggingswereld sinds de verkiezing van Trump vorig jaar. Met deze term bedoelt men het stimuleren van stijgende prijzen (=inflatie) na een periode van prijsstagnatie of prijsdalingen. Dit kan bereikt worden door de vraag naar goederen en diensten te vergroten. Hoewel Amerika erin geslaagd is om na de financiële crisis van 2008 de economie vlot te laten herstellen, is de inflatie hardnekkig beneden de 2% gebleven. Dit is het niveau dat een ‘gezonde’ economie nodig heeft volgens Centrale Banken. Trump ‘wants to make America great(er) again’ en daar heeft hij hogere economische groei voor nodig. Dit wil hij bereiken door de vraag te stimuleren door meer uit te geven aan defensie & infrastructuur en door belastingen te verlagen voor particulieren & bedrijven (=meer consumptie en investeringen). De financiële markten zijn na de verkiezing van Trump vol gaan anticiperen op hogere groei. Dat wil zeggen dat aandelenmarkten zijn gestegen (op hogere winstverwachtingen) en dat de rente aanvankelijk omhoog is gegaan (op hogere inflatieverwachtingen).

Eergisteren presenteerde Trump op een meer presidentiele wijze zijn plannen aan het Congres. In deze toespraak werd duidelijk dat ook hij te maken heeft met de beperkte financiële ruimte van de Amerikaanse overheid. Onderstaande figuur laat zien dat de Amerikaanse overheidsschuld in verhouding tot de grootte van de economie sinds 2008 flink is opgelopen. Ondanks groei van de Amerikaanse economie in de afgelopen 8 jaar, is de staatsschuld toegenomen. Dit beperkt de ruimte voor nieuwe uitgaven en lagere belastingen (ter vergelijking: dit is 90% voor de EU in 2015).



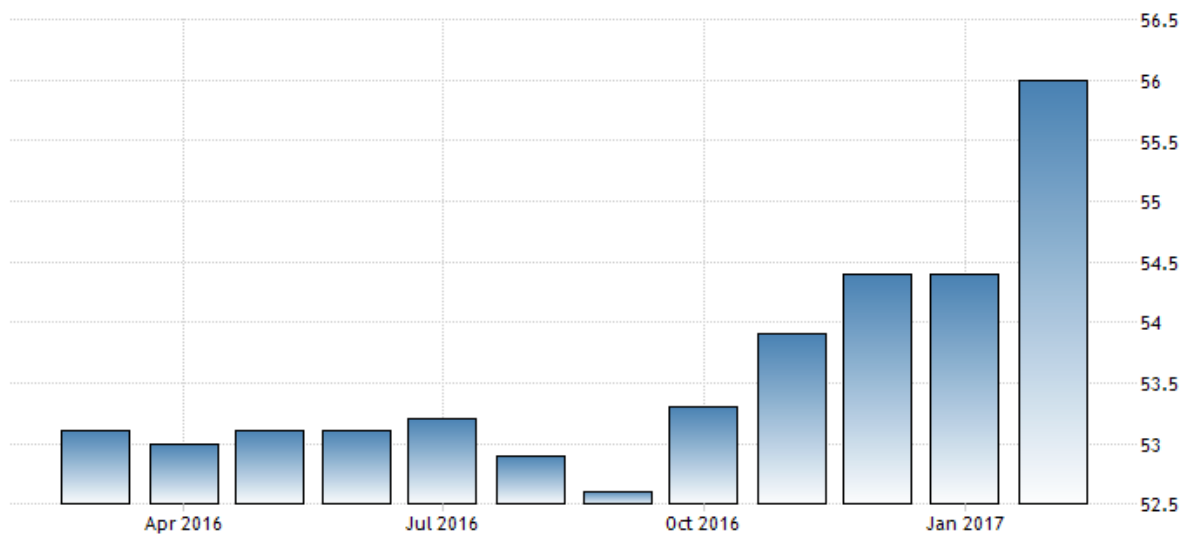
Figuur 1: Amerikaanse staatsschuld als % van de economie (bron: Tradingeconomics.com)

Vandaar dat de focus van de nieuwe regering in eerste instantie ligt op het verlagen van de uitgaven voor de gezondheidszorg (Obamacare, ~25% van de begroting) en het verhogen van de inkomsten door de introductie van een grensbelasting. Pas in 2018 kan er sprake zijn van grootschalige belastingverlagingen. Trump heeft ook aangegeven dat de investeringen in infrastructuur voor een groot deel gefinancierd zullen moeten worden door het bedrijfsleven. Wij vinden niet dat de Amerikaanse markten teveel het reflatie-thema hebben ingeprijsd. De uitvoering van de plannen van Trump kost waarschijnlijk meer tijd dan verwacht maar we moeten niet vergeten dat de economie al goed draait. Als alle plannen van Trump direct uitgevoerd zouden worden, is oververhitting van de economie een reëel gevaar. Juist een scenario van 'niet te heet en niet te koud' leidt in deze fase volgens ons tot een geleidelijk oplopende rente en voortzetting van de economische cyclus.

De twee verrassingen van de eerste maanden

De eerste verrassing is dat de rente niet verder is gestegen ondanks de kracht van de wereldeconomie die met name gevoed wordt door Europa. Op dit moment groeit de Eurozone met meer dan 2% op jaarbasis, het snelste tempo sinds 2011 en ook sneller dan de VS. Onderstaande figuur laat de versnelling zien van de EU Purchasing Managers Index (PMI) in 2017. Dit is de samengestelde index van inkoopmanagers uit de diensten- en productiesector. De PMI is een leidende indicator op nog te rapporteren groei. De grote sprong van februari is duidelijk waarneembaar en uit deze figuur blijkt ook dat de groei in de Eurozone vanaf de zomer van vorig jaar

aan een sterke opmars bezig is. Uit onderliggende data blijkt dat alle landen en sectoren in de Eurozone groeien, waarbij opvalt dat Frankrijk harder groeit dan Duitsland. Ook inflatie kruipt hoger en de kredietverlening van banken aan particulieren en bedrijven neemt verder toe.



Figuur 2: EU Composite PMI (bron: Tradingeconomics.com)

Niet alleen in Europa versnelt de groei en inflatie, ook in de VS, Japan en opkomende landen zien we dit patroon. Het is de laatste jaren niet voorgekomen dat de seinen van alle regio's tegelijkertijd op groen staan. Eigenlijk kun je dus stellen dat het reflatie-thema wereldwijd speelt en dat de basis al vóór november 2016 is gelegd. Normaal zou de rente wereldwijd verder stijgen onder deze omstandigheden. Het is dus een verrassing dat dit nog niet gebeurd is.

De tweede verrassing is de goede prestaties van beleggingen uit opkomende landen. Emerging Markets waren eind vorig jaar niet populair onder beleggers. Door een combinatie van een verwachte hogere rente en hogere US dollar in de VS en protectionistische maatregelen van Trump kon je aandelen en obligaties uit opkomende landen maar beter mijden. De eerste twee maanden hebben anders uitgepakt. EM aandelen staan bijna +10% en ook de obligaties en valuta van deze landen presteren tot nu toe sterk. De meest gevreesde valuta, de Mexicaanse peso, is zelfs 10% gestegen tegen de dollar sinds de inauguratie van Trump op 21 januari. Het uitblijven van extreme handelsretoriek van de nieuwe Amerikaanse regering in combinatie met aantrekkende wereldgroei werkt positief voor beleggingen in opkomende markten dit jaar.

Diversificatie in de portefeuilles

De portefeuillepositionering is de afgelopen maanden gebaseerd op een visie van een langzaam stijgende rente en hogere groei. Bij de portefeuillesamenstelling houden we er rekening mee dat onze verwachtingen (centrale scenario) niet of later kunnen uitkomen. We doen dit om de kans op grote negatieve uitslagen te verkleinen. We houden daarom ook posities aan die presteren als de marktomstandigheden zich anders ontwikkelen dan verwacht. Goede diversificatie betekent voor ons

dat je altijd iets in de portefeuille hebt waar je als belegger geen hoog rendement van verwacht als je centrale scenario uitkomt.

Na een sterke start van het jaar hebben we begin deze week een aantal wijzigingen uitgevoerd en het risico verlaagd tot net bovengemiddeld. Door de onveranderde rente hebben veel obligaties beter gepresteerd dan wij verwachtten in ons centrale scenario. Omdat wij, door de sterke data, nog meer overtuigd zijn dat de rente gaat stijgen (=rem op obligatiekoersen) hebben wij winst genomen op een groot deel van de High Yield obligaties. Ook hebben we winst genomen op aandelen die het minder doen als de rente omhoog gaat. We hebben de opbrengsten van deze verkopen deels herbelegd in obligaties met een laag rente-risico en houden het restant aan in cash. De posities in aandelen en obligaties van opkomende landen hebben we ongewijzigd gelaten omdat we de lange termijn vooruitzichten nog steeds heel aantrekkelijk vinden. Wij zien het tijdelijk aanhouden van cash als een onderdeel van diversificatie. Als ons positieve scenario op korte termijn niet voortzet, werkt cash dempend terwijl wij flexibel zijn om nieuwe posities in te nemen. De aankomende verkiezingen in Europa kunnen bijvoorbeeld een bedreiging vormen voor het positieve scenario.

Tenslotte

In 'Volare' hebben we het verschil uitgelegd tussen fundamentele- en emotionele volatiliteit. De beweeglijkheid van koersen is al lange tijd zeer laag. Dit houdt voor ons in dat risico's in de komende maanden waarschijnlijk zullen toenemen. De fundamentele ontwikkeling in Europa en de rest van de wereld is goed. We verwachten daarom op korte termijn geen fundamentele volatiliteit. Wel kunnen bijvoorbeeld verkiezingen in Europa voor emotionele volatiliteit zorgen. Als een verslechtering van het sentiment tot lagere koersen leidt, zien wij dat meestal als een goede mogelijkheid om risico toe te voegen. Deze week hebben we ruimte gecreëerd om dat te kunnen doen terwijl de portefeuilles gepositioneerd blijven om te profiteren van aanhoudende reflatie.

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