

To trade or not to trade

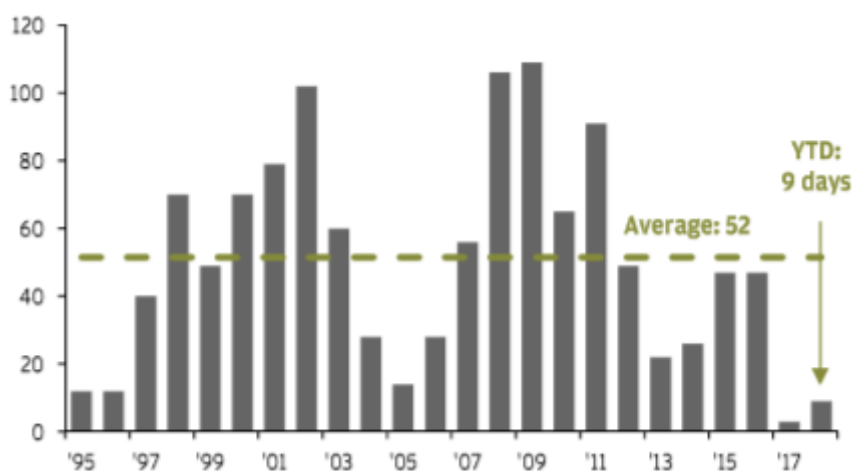
De hogere schommelingen op de beurs in het eerste kwartaal zijn normaal en geen reden voor ongerustheid. Fluctuaties bieden ook kansen maar wij handelen alleen als we denken dat het noodzakelijk is en waarde toevoegt. Vandaag hebben we een wijziging gemaakt in de samenstelling van de aandelenportefeuille. We hebben een relatief grote positie in Emerging Market aandelen gedraaid naar Japanse aandelen en wereldwijde aandelen met een hoog dividend. We zien verschillende risico's opdoemen voor EM aandelen waar een potentiële handelsoorlog er één van is. Omdat deze visie tegen de heersende mening in gaat, leggen we deze 'trades' graag goed uit.

Inleiding

Er is een hoop gebeurd in de afgelopen weken. De flash crash van begin februari hebben we besproken in onze laatste mailing 'Bliksem bij heldere hemel' en was voor ons aanleiding om aandelen uit de eurozone toe te voegen. De daling werd gevolgd door een herstel dat daarna direct teniet werd gedaan door angst voor een mondiale handelsoorlog. De aankondiging van Trump's importheffingen op staal en aluminium zorgden voor nieuwe verkoopgolven. In de laatste week treedt weer herstel op, vooral gedreven door positief economisch nieuws. Deze publicatie gaat, anders dan de titel doet vermoeden, niet hoofdzakelijk over een potentiële handelsoorlog. We willen eerst de schommelingen van dit jaar in perspectief plaatsen. Daarna leggen we in detail uit waarom we met een drietal transacties de samenstelling van de aandelenportefeuille hebben gewijzigd.

Terug naar een normaal patroon

Het jaar 2018 heeft tot nu toe al meer beweeglijkheid op de financiële markten opgeleverd dan heel 2017. Dat lijkt verontrustend maar is eigenlijk normaal. In 'Luisteren naar de stilte' van december meldden we al dat 2017 het meest rustige beleggingsjaar was in meer dan 40 jaar. Figuur 1 hieronder laat zien dat er normaal zo'n 52 dagen per jaar zijn waarop de wereldwijde aandelenindex (MSCI World) met meer dan 1% stijgt of daalt. Het jaar 2017 kende slechts 3 (!) van zulke dagen terwijl in 2018 tot 8 maart er 9 dagen zijn geweest met een fluctuatie van 1% of meer. Dit jaar ontwikkelt zich normaal. Vaak wordt gesteld dat beweeglijkheid gelijk is aan risico maar zoals bekend zien wij dat genuanceerder. Beweeglijkheid schept kansen en geeft ons waardevolle informatie. Wij zijn in dit soort perioden extra alert op de samenstelling van de portefeuilles. We houden scherp in de gaten hoe de bouwstenen zich gedragen onder stress omdat dit ons een goed beeld verschaft van de risico's van de portefeuille. Ondanks dat wereldwijde aandelen met bijna 10% daalden vanaf de top in januari bleven de dalingen van de portefeuilles beperkt en staan we op moment van schrijven in beide profielen nog steeds positief voor 2018.



Figuur 1: Aantal +/- 1% bewegingsdagen voor de MSCI World t/m 8 maart (bron: JP Morgan)

Wanneer handelen wij?

Wij wijzigen de portefeuilles alleen als we denken dat de transacties echt waarde toevoegen. Transactiekosten zijn immers negatief rendement voor onze klanten. Gemiddeld genomen handelen we zo'n 3-4x per jaar. Handelen kan tactisch van aard zijn (horizon 3-6 maanden), zoals direct na de flash crash van begin februari, of meer fundamenteel. Wijzigingen die in deze tweede categorie vallen, maken we voor de middellange termijn (6-18 maanden). Deze hebben te maken met de asset allocatie (mate van risico) en de samenstelling van de beleggingscategorieën. Vandaag hebben we fundamentele wijzigingen uitgevoerd in de samenstelling van de aandelenportefeuille die we graag verder in detail toelichten. Het aantal risicopunten per profiel is na aanpassing nagenoeg onveranderd omdat onze algemene visie over risico onveranderd is. Het doel is dat - na de aanpassingen in het eerste kwartaal - de rendementen van de portefeuilles harder omhoog gaan dan zij zijn gedaald sinds eind januari. Daarbij denken we dat de nieuwe samenstelling de portefeuilles beter beschermt tegen mogelijke stress in Emerging Markets.

Switch uit Emerging Market aandelen...

Binnen de aandelenallocatie onderscheiden we keuzes voor regio's en voor bepaalde sectoren. Zo kunnen we niet alleen geografie maar ook verschillende stijlen en thema's invullen. De afgelopen twee jaar hebben we een duidelijk regio-accents naar aandelen uit de Eurozone (60%) en opkomende landen (30%) gehad. Emerging Markets aandelen zijn door een herstel van de wereldeconomie en grondstofprijzen de best presterende regio van de wereld in de laatste twee jaar. In deze groep zitten veel cyclische (groei afhankelijke) sectoren zoals technologie en industriële waarden die bovenmatig gepresteerd hebben in het herstel. De portefeuilles hebben goed geprofiteerd van onze EM keuze maar we zien nu, ondanks dat deze aandelen favoriet zijn bij veel beleggers, moeilijkere tijden opdoemen. We hebben om de volgende drie redenen de positie in de Vanguard FTSE Emerging Market ETF (>10% van de portefeuilles) verkocht:

1. Relatieve outperformance suggereert weinig upside voor de komende kwartalen.

Onderstaande figuur toont de performance van Emerging Market aandelen ten opzichte van aandelen uit ontwikkelde landen (VS, Europa en Japan). De maatstaf die gebruikt wordt in deze grafiek is het aantal standaarddeviaties (SD) van de trend. Zonder nu dieper in te gaan op deze statistische maatstaf maakt deze figuur duidelijk hoe goed de prestaties van EM aandelen zijn sinds begin 2016. Op moment van schrijven is deze indicator verder gestegen en staat nu bijna op 2. Het niveau van 2 is de laatste 20 jaar (de periode dat opkomende landen in de wereldwijde asset allocatie echt meetellen) telkens de start geweest van een relatief mindere periode.



Figuur 2: Performance aandelen opkomende landen ten opzichte van ontwikkelde landen, standaard deviatie van trend (bron: Pictet Asset Management)

2. Een potentiële handelsoorlog zal vooral de positie in Emerging Markets raken

De importtarieven van Trump op staal en aluminium gelden in de basis voor alle landen van de wereld. Deze actie wordt door de VS gerechtvaardigd op basis van 'nationale veiligheid' via een wet uit de jaren 60 van de vorige eeuw. De timing van de aankondiging doet echter vermoeden dat deze actie allereerst een breekijzer is om het bestaande handelsakkoord (NAFTA) met Canada en Mexico te heronderhandelen. Canada en Mexico zijn de tweede en derde grootste handelspartner van de VS. De (tijdelijke) ontheffing van de NAFTA partners moet dan ook in dat licht worden gezien. Het uiteindelijke doelwit van de handelsretoriek van de VS is volgens ons China, die al jarenlang de nummer 1 handelspositie inneemt. China is verantwoordelijk voor meer dan de helft van het totale handelstekort en wordt door de VS niet gezien als een bondgenoot. We denken daardoor dat de kans op een handelsoorlog met China niet te negeren is. Aan het einde van de zomer zal de Amerikaanse International Trade Commission (ITC) rapporteren over een onderzoek naar schadelijke effecten van de handel. Wij verwachten dat er al eerder negatieve berichten op Twitter te lezen zullen zijn die met name China als boosdoener zullen bestempelen. Dit kan vooral de positie in Emerging Markets aandelen raken, aangezien China hier meer dan 30% van uitmaakt. We vermijden liever nu al de potentiële negatieve effecten.

3. De Amerikaanse Centrale Bank schuift op naar meer renteverhogingen

Na het grote belastingplan van Trump dat in december is goedgekeurd, heeft het congres begin dit jaar ook ingestemd met meer overheidsbestedingen. Samen verhoogt dit sterk de vooruitzichten voor economische groei in de VS voor 2018 en 2019. Dit beïnvloedt de houding van de Amerikaanse Centrale Bank (Fed). We zagen bij de inauguratie van de nieuwe Fed President Jerome Powell vorige maand al een verschuiving naar meer renteverhogingen. Vorige week maakte de voor de pers minder bekende Fed Governor mevrouw Brainard dezelfde beweging. In een speech bij de New York University gaf zij duidelijk aan dat economische tegenwind van de afgelopen jaren gedraaid is naar een krachtige meewind. Zij wordt gezien als de stem van de consensus binnen de Fed. Deze houding duidt op meer renteverhogingen die waarschijnlijk leiden tot een sterker wordende dollar (wij hebben inmiddels weer wat USD exposure in de portefeuilles). Een hogere Amerikaanse rente en een sterkere dollar is negatief voor Emerging Markets. Een groot deel van de leningen in opkomende landen (overheden en bedrijven) is in dollars en worden dan duurder. Ook is het populair om dollars te lenen en die vervolgens in Emerging Markets te beleggen vanwege de hogere opbrengsten. Als het minder attractief wordt om dit te doen zullen posities worden teruggedraaid wat leidt tot het verkopen van EM beleggingen.

...in Japanse aandelen...

We draaien de opbrengst van de bovengenoemde verkoop voor twee-derde naar Japanse aandelen (JPX-Nikkei 400 ETF van Source). Deze hebben een lage waardering, goede economische vooruitzichten en de winstgroei van bedrijven is vergelijkbaar met die van de eveneens sterke Eurozone (zie figuur 3 hier onder). Japanse aandelen hebben ondanks de verbeterende vooruitzichten de laatste twee jaar juist veel minder gepresteerd dan de rest van de wereld. We nemen deze nieuwe positie afgedekt in Euro omdat we verwachten dat na de recente stijging de Japanse Yen weer gaat verzwakken. Een zwakke Yen is goed voor Japanse aandelen die sterk export gedreven zijn. Japan is de vierde handelspartner van de VS en wordt *wel* als bondgenoot gezien. Bovendien zal de relatie met Japan belangrijker worden als de VS zich tegen China keert.



Figuur 3: % Groei in Winst per Aandeel Ontwikkelde Markten 2012-2018^E (bron: Invesco Powershares Research)

...en meer defensieve sectoren wereldwijd

De rest van de opbrengst voegen we toe aan de bestaande positie in de Vanguard FTSE All-World High Dividend Yield ETF. Deze ETF heeft een aantrekkelijk dividendrendement van 3,5% en heeft een wereldwijde spreiding in bijna alleen maar ontwikkelde landen. Deze positie heeft door de stijgende rente van de afgelopen maanden minder gepresteerd. Op korte termijn denken we dat de rente niet veel verder gaat stijgen en dat zou een herstel kunnen inleiden voor deze belegging. Ook presteren dividend aandelen historisch goed in het tweede kwartaal.

Tenslotte

Onze aanpak leidt er soms toe dat we iets te vroeg zijn met onze wijzigingen. Maar we zijn liever te vroeg dan te laat, zeker als onze visie tegen de consensus in gaat. Een goed voorbeeld daarvan is onze positieve visie op de Euro van begin vorig jaar. De wijzigingen die wij toen doorvoerden hebben het rendement van de portefeuilles in 2017 goed beschermd. We hebben nu veel redenen om afscheid te nemen van het grootste deel van de Emerging Market aandelen in de portefeuilles die prima gepresteerd hebben. We vermijden nu bepaalde risico's die we zien opdoemen en maken gebruik van de kansen die de schommelingen in de markten aan het begin van dit jaar gecreëerd hebben. Dit jaar lijkt qua beweeglijkheid weer een normaal jaar te worden. Als dat zo is dan zijn de wijzigingen van vandaag waarschijnlijk niet de laatste. Wat doorslaggevend voor ons blijft, is of we vinden dat een wijziging waarde toevoegt. To trade or not to trade, that is the question.

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