

Zomerse bui

Recentelijk trok er een zomerse bui over de markten. De angst voor een terugtrekkende beweging van Centrale Banken zorgde voor een daling van aandelen en obligaties. Wij delen die angst niet omdat er de komende tijd nog voldoende gestimuleerd wordt. Ook hangen de acties van Centrale Banken zeer af van de ontwikkeling van de inflatie. Wij beargumenteren in deze publicatie dat de inflatie nog langer laag zal blijven. We hebben de huidige marktomstandigheden eerder gezien in mei 2013. Aandelen stegen toen hard in het tweede halfjaar. Wij denken dat ook nu de opwaartse trend weer snel wordt hervat.

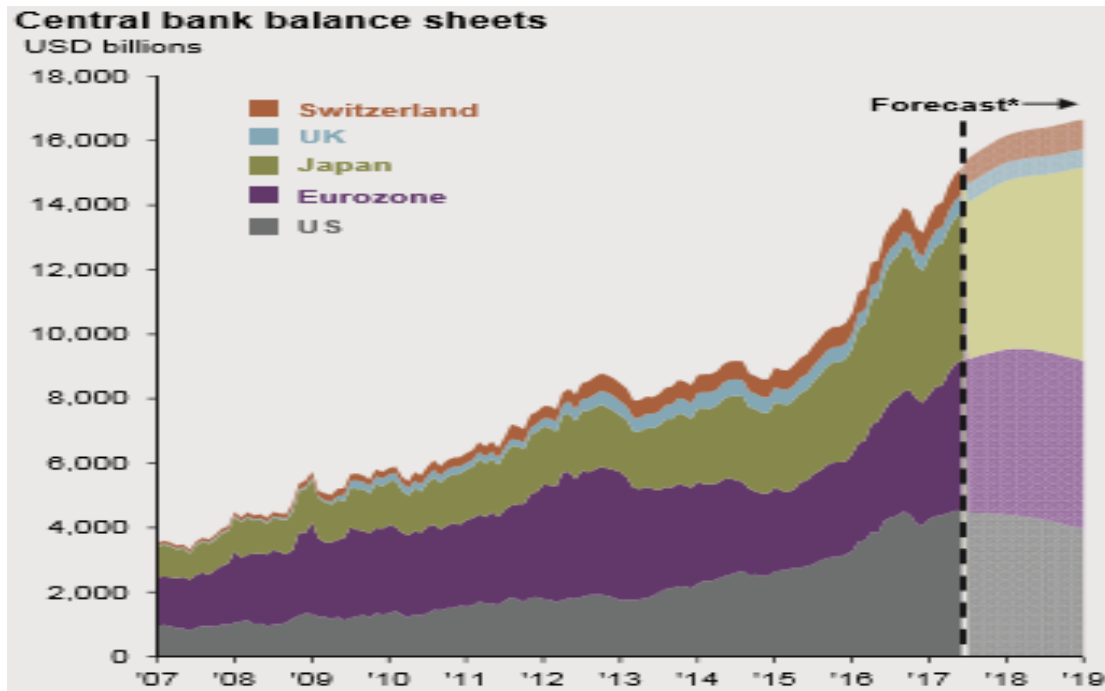
Inleiding

Vanaf begin mei van dit jaar begonnen financiële markten wat van hun jaarwinst in te leveren. Sterke economische groei gaf steun aan aandelenkoersen in de eerste maanden van dit jaar maar leidde bij beleggers ook tot zorg over een eind aan de steun van centrale banken. Een gecoördineerde actie van 4 grote centrale banken op dinsdag 27 juni, waarin werd aangekondigd dat de weg naar normalisatie inderdaad is ingeslagen, zorgden ervoor dat aandelen- en obligatiekoersen verder daalden. Ondanks dat wij midden mei het risico hadden afgebouwd tot net ondergemiddeld, leverden de portefeuilles ook iets van de performance in.

In deze mailing laten we zien dat de angst voor een snelle terugtrekkende beweging van Centrale Banken ongegrond is. Dit hangt namelijk vooral af van de ontwikkeling van de kerninflatie. We beargumenteren waarom een snelle stijging van de kerninflatie op korte termijn een zeer onwaarschijnlijk scenario is. De recente winstnemingen vertonen veel gelijkenis met de zomer van 2013 toen de Amerikaanse Federal Reserve aankondigde een begin te maken met een normalisatie van hun monetaire politiek. Ook toen regende het kortstondig, maar brak de zon snel weer door.

De balans van Centrale Banken

Onderstaande figuur laat zien hoe stimulerend 5 grote Centrale Banken zijn geweest sinds het uitbreken van de 'Grote Financiële Crisis' (GFC) in 2008. Alle middelen werden uit de kast gehaald om de wereldeconomie er bovenop te helpen en deflatie te voorkomen. De beleidsrente werd tot nul of zelfs tot negatief verlaagd en er werden massaal obligaties opgekocht (QE). In Europa werd de GFC gevolgd door de schulden crisis van 2011 die leidde tot een nieuwe recessie in de Eurozone waardoor nog meer steun noodzakelijk was. QE heeft ervoor gezorgd dat de balansen van Centrale Banken enorm vergroot zijn de afgelopen jaren en inmiddels de USD 15.000 mrd zijn gepasseerd (stippellijn).



Figuur 1: Totale balansomvang van 5 grote Centrale Banken (bron: JP Morgan)

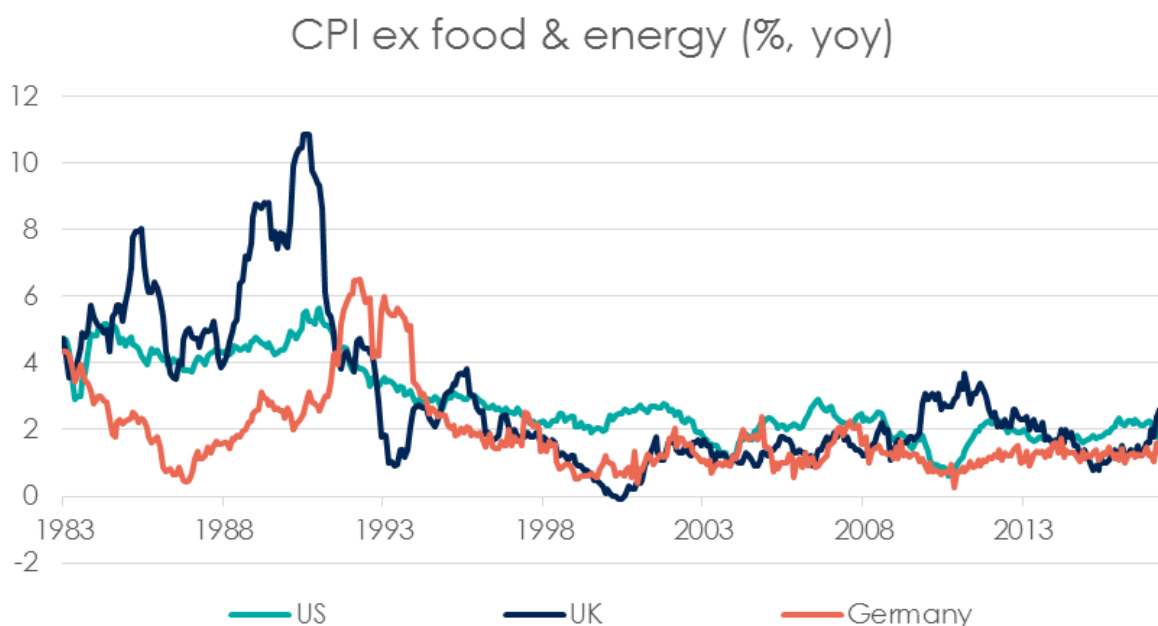
De liquiditeit van Centrale Banken heeft de economie en de financiële markten een flinke injectie gegeven de laatste jaren. Het is dus niet vreemd dat beleggers bang zijn voor een verandering in dit beleid. Figuur 1 laat echter zien dat het totaal van de balansen van 5 grote Centrale Banken op basis van de laatste verwachtingen (reducties in bestaande programma's) in ieder geval nog 12-18 maanden zal blijven toenemen (rechts van de stippellijn). Wij zien hier dan ook op korte termijn geen bedreiging in. Op de langere termijn zullen Centrale Banken de balans willen afbouwen maar de geschiedenis leert dat dit tientallen jaren zal duren.

Hardnekkig lage inflatie

De hoofddoelstelling van Centrale Banken is het nastreven van een kerninflatie van ongeveer 2%. Met kerninflatie wordt bedoeld de mate van prijsstijgingen van goederen en diensten zonder de onderdelen voedsel en energie. Sinds het begin van de jaren 90 wordt deze 2% doelstelling toegepast. De periode 1970-1990 werd gekenmerkt door een hoge inflatie die vanaf midden jaren 80 actief werd aangepakt. Hieruit is deze doelstelling voortgekomen omdat toen werd aangenomen dat 2% inflatie de economie het beste laat functioneren. Maar de wereld is sinds 1990 in snel tempo veranderd.

Als we kijken naar de kerninflatie in de VS, VK en Duitsland over de laatste 35 jaar dan zien we dat de laatste 20 jaar de inflatie eigenlijk nauwelijks boven de 2% is geweest (zie figuur 2). In juni 2017 bedroeg de kerninflatie in de VS 1,7% en in de Eurozone 1,1%. Deze lage inflatie in tijden van snel afnemende werkeloosheid en groei zijn voor velen een mysterie, niet in de laatste plaats voor centrale bankiers. Wij zien 3 belangrijke redenen waarom de inflatie de laatste 20 jaar zo laag is. Ten eerste heeft de demografische ontwikkeling een negatieve invloed op de grootte van de economie

en daarmee op de vraag naar goederen en diensten. De groei van de wereldbevolking bereikte zijn hoogtepunt aan het begin van de jaren 60. De bevolkingsgroei zwakt de laatste decennia hard af en leidt tot een snelle vergrijzing van de wereldbevolking. De tweede reden is de opkomst van het internet sinds midden jaren 90. Door het internet is er bijna volledige prijstransparantie ontstaan. Het kunnen vergelijken van prijzen en er snel op kunnen handelen heeft een prijsdrukkend effect. De derde reden is de exponentiele groei van technologie sinds de introductie van de iPhone 10 jaar geleden. De opkomst van de smartphone heeft veel voordelen gebracht voor consumenten tegen een veel lagere prijs. Denk hierbij aan gratis navigatiesystemen als Waze, goedkope muziekdiensten als Spotify, social media als Facebook, een berichtendienst als Whatsapp, hoge resolutie foto- en videocamera en vele andere applicaties (zoals de Valuedge app). Wereldwijd zijn er nu 2,6 miljard smartphone abonnementen en over 5 jaar zal meer dan 70% van de wereldbevolking zo'n telefoon bezitten.



Source: OECD, Datastream and Source Research

Figuur 2: Kerninflatie in VS, VK & Duitsland; 1983 – heden (Bron: Source research)

Zelfs centrale bankiers onderkennen langzaam dat de wereld veranderd is sinds het moment dat de 2% doelstelling de norm werd. Fed voorzitter Yellen gaf woensdag j.l. voor het eerst een signaal af dat er mogelijk andere krachten zijn die inflatie onder de 2% doelstelling houden. Als de inflatie niet boven de 2% gaat, is er weinig noodzaak een snelle terugtrekkende beweging te maken om de economie af te remmen. Aangezien wij van mening zijn dat de snelheid van technologische- en andere prijsdrukkende ontwikkelingen zullen aanhouden, zijn wij niet bang dat de inflatie de trend van de afgelopen 20 jaar zal doorbreken. Deze visie speelt uiteraard een rol bij de manier waarop we de portefeuilles invullen. Aanhoudend lage inflatie zal leiden tot een lange periode van lage beleidsrentes van Centrale Banken en een zeer lage spaarrente in de Westerse wereld.

Mini Taper Tantrum

Op 21 mei 2013 kwam het eerste signaal van de Amerikaanse Centrale Bank dat zij de zeer ruime monetaire stimulering langzaam zou gaan terugdraaien (=tapering). Deze gebeurtenis is de boeken ingegaan als 'Taper Tantrum' en geeft inzicht in de marktreacties op een terugtrekkende Centrale Bank. Vanaf 21 mei van dat jaar daalden Amerikaanse aandelen aanvankelijk 7% in een paar weken om vervolgens sterk aan te trekken (zie figuur 3). Amerikaanse staatsobligaties lagen nog maanden onder druk en goud presteerde zeer slecht.

We zien een aantal parallellen tussen de VS toen, en de Eurozone nu. De eerste is dat de VS in 2013 zich in het 5^e jaar van expansie bevond net als de Eurozone nu. Amerikaanse aandelen stegen dat jaar tot 21 mei +15% om vervolgens ongeveer de helft op te geven in de Tantrum correctie. Eurozone aandelen waren dit jaar +10% tot begin mei om vervolgens ook bijna de helft te corrigeren in deze Mini Tantrum. Het rendement van Eurozone aandelen is daarmee lang niet zo positief dit jaar als wat je mag verwachten na het afnemen van het politieke risico en het sterke economische herstel. In figuur 3 valt ook te zien dat Amerikaanse aandelen een zeer sterk rendement lieten zien in de maanden na de Taper Tantrum. Uiteindelijk stonden Amerikaanse aandelen in juli 2014 zelfs 25% hoger.



Figuur 3: MSCI USA index 1/1/2013 – 1/7/2014; pijl is 21 mei 2013 (bron: msci.com)

Als we nogmaals terugkijken naar figuur 1 zien we dat zelfs na 21 mei 2013 de balans van de Amerikaanse Centrale Bank nog jaren bleef toenemen. De aankondiging van een verandering van beleid betekent dus niet het onmiddellijk wegnemen van stimulus. Deze waarneming gecombineerd met de koersbewegingen van toen en onze inflatieverwachtingen maken ons niet angstig maar juist optimistisch.

Tenslotte

Recentelijk zijn de groei-indicatoren in de wereld verder aangetrokken. Dit geeft Centrale Banken vertrouwen om geleidelijk de ruime steunmaatregelen te reduceren. Verwacht wordt dat later deze zomer de Fed en ECB met nieuwe informatie komen. Het meest waarschijnlijke podium daarvoor is het jaarlijkse Jackson Hole symposium van de Fed in de 4^e week van augustus waar ECB president Draghi uitgenodigd is om te spreken. Op 7 september volgt een ECB meeting met waarschijnlijk meer officiële aankondigingen. De recente optredens van Draghi zijn het meest belangrijk geweest voor bewegingen op de beurzen omdat de ECB nog altijd zeer stimulerend is en de rente in de Eurozone tot de laagste in de wereld behoort. Zijn commentaren leidden tot een verdere stijging van de Euro. In onze laatste mailing van 12 mei ('Nieuw elan voor de Euro') schreven wij over onze positieve visie op de Euro. Sindsdien is de Euro ruim 4% gestegen en wij verwachten een verdere stijging tot het einde van het jaar.

De koersbewegingen van deze week laten zien dat de markt ook nu lijkt te beseffen dat het positivisme van centrale bankiers gebaseerd is op sterke groei. Deze groei zal bedrijfswinsten verder doen toenemen. Daarbij is het aannemelijk dat de inflatie voorlopig niet boven de 2% beweegt en de rente langzaam verder zal stijgen. De portefeuilles zijn, met inmiddels een iets hoger risico dan gemiddeld, ingevuld om verder van onze visies op valuta, rente en bedrijfswinsten te profiteren. De afgelopen dagen is de zomerse bui van de laatste weken weggetrokken en is de lucht geklaard voor een verdere opwaartse beweging van de portefeuilles.

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