

Maandbericht

Februari 2017



De maand februari is voor de aandelenmarkt in het algemeen positief geweest. Daarentegen hadden de obligaties in geringe mate last van het licht oplopen van de lange rente en de inflatie. De eerste twee maanden van dit nieuwe beleggingsjaar vertoonden een opvallende mate van rust op de financiële markten. Dit zien we terug in de stand van de volatiliteitsindex (in de volksmond de angstbarometer genoemd) van rond de 12. In historisch opzicht is dit zeer laag, daar waar het gemiddelde ligt op 20.

Hoe hoger de index, hoe forser de koersuitslagen zullen zijn. Uit het beleggerssentiment blijkt dat beleggers blijvend optimistisch zijn over de huidige en toekomstige economische ontwikkelingen. Dit sentiment wordt ondersteund door gemiddeld genomen goede winstcijfers welke door de bedrijven recent zijn gepresenteerd.

- *Aankomende renteverhoging VS en het Trump effect*
- *Goede vooruitzichten Europa*
- *Opkomende markten staan er goed voor*
- *Obligaties*
- *Visie*
- *Overzicht asset allocatie en markt prestaties*

Aankomende renteverhoging VS en het Trump effect

Halverwege de maand februari kwamen de notulen van de Fed vergadering van eind januari naar buiten. Daaruit bleek duidelijk dat de Fed de intentie heeft om de rente relatief snel te willen verhogen. De markt verwacht dat de kans het grootst is dat dit voor het eerst in mei zal plaatsvinden. De aanstaande verhoging hangt af van de komende cijfers aangaande de arbeidsmarkt en de ontwikkeling van de inflatie. Wanneer de inflatie zich conform de huidige verwachting (of sterker) ontwikkelt dan zal het comité met grote waarschijnlijkheid de

renteverhoging doorvoeren. Dit zal ook het geval zijn wanneer de krapte op de arbeidsmarkt verder toeneemt.

Duidelijk blijkt dat de inflatie in de VS verder aan het toenemen is. Dit zien we gepaard gaan met een stijging van de lange 10-jaars rente naar een huidig niveau van om en nabij 2,50 %. Daar waar deze rente in juli 2016 een dieptepunt bereikte van 1,35%.

Een stijgende rente wordt normaal gesproken meestal niet goed ontvangen door de aandelenbeurzen. Stijgende rente maakt financieren immers duurder wat ten koste gaat van de winst. Echter de aantrekkende economische groei alsook de verdere stijging van duurzame orders in februari ondersteund door

grotendeels positieve economische indicatoren zorgen voor tegenwicht en zijn een steun in de rug voor de bedrijven.

Ook het door de markt enigszins onderschatte “Trump Effect” heeft ervoor gezorgd dat de Amerikaanse aandelenkoersen vanaf november tot recordhoogten (eind februari) zijn opgelopen. Redenen hiervoor zijn de aangekondigde plannen om belastingen drastisch te verlagen en overheidsuitgaven aanzienlijk te verhogen. Een duidelijke stimulans voor de binnenlandse markt, ondanks dat de Amerikaanse economie al flink op stoom is. Dit maakt dat de kans groot is dat zowel de korte als de lange rente verder oploopt.

CPI US laatste maanden

periode	inflatie
januari 2017	2,500 %
december 2016	2,075 %
november 2016	1,693 %
oktober 2016	1,636 %
september 2016	1,464 %
augustus 2016	1,063 %
juli 2016	0,827 %
juni 2016	0,997 %
mei 2016	1,019 %
april 2016	1,125 %

CPI US laatste jaren

periode	inflatie
januari 2017	2,500 %
januari 2016	1,373 %
januari 2015	-0,089 %
januari 2014	1,579 %
januari 2013	1,595 %
januari 2012	2,925 %
januari 2011	1,632 %
januari 2010	2,626 %
januari 2009	0,030 %
januari 2008	4,280 %

Inflatiecijfers VS

Goede vooruitzichten Europa

Ondanks een aantal risicofactoren zoals de Brexit en het nieuwe regeringsbeleid van de VS ziet de Europese commissie het rooskleurig in. Zij heeft de groei prognose voor dit jaar licht naar boven bijgesteld. Voor de EU wordt een groei van 1,80 % verwacht tegen 1,70 % eerder. Uit dezelfde cijfers van deze commissie bleek dat de groei over 2016 in Europa (1,90%) hoger lag dan in de VS (1,60%).

De groei is voornamelijk te danken aan de particuliere consumptie, ondersteund door positieve cijfers over de werkgelegenheid en de nominale loongroei. Net als in de VS zien we ook in Europa stijgende inflatie en dat zal de koopkracht van huishoudens iets kunnen gaan beperken. Dankzij de huidige lage financieringskosten en meer economische activiteit in de rest van de wereld, zien we dat de investeringen, ook in februari blijven toenemen.

De werkelijke economische groei cijfers in de eurolanden onderstrepen de optimistische visie van de Europese commissie. De graadmeter voor de economische groei in de EU bereikte in februari het hoogste punt van de afgelopen zeventig maanden, vooral dankzij sterke

verbeteringen in Duitsland en Frankrijk. Verder lag de groei in Spanje en Italië afgelopen maand op het hoogste punt in ruim een jaar. De huidige ontwikkelingen wijzen op een groei van 0,6 % in de eurozone in het eerste kwartaal. Daarbij groeit de werkgelegenheid in het sterkste tempo van het afgelopen decennium.

Tevens bleek dat in februari, van de eurolanden zowel de industrie als de dienstensectoren in het sterkste tempo groeide sinds het voorjaar van 2011. Volgens onderzoeksbureau Markit is er dan ook sprake van een zeer robuuste opleving van de groei, op alle fronten en in alle grote economieën.

Dat de inflatie en de rente opveert vanaf zeer lage niveaus, kan wel betekenen dat de huidige monetaire stimulans een halt zal worden toegeroepen. Landen met hoge tekorten en schulden zullen hier als eerste last van hebben en moeten deze dan verder omlaag brengen om beter bestand te zijn tegen economische schokken. Vooral het Verenigd Koninkrijk remt de Europese economie af. De groei van de Britse economie zakt van 2% in 2016 naar 1,5% dit jaar en 1,2% in 2018.

Opkomende Markten staan er goed voor



De opkomende markten met als aanjagers China en India hebben zich afgelopen maand wederom van een goede kant laten zien. De zeer goede start in januari werd in februari voortgezet. Brazilië behoort binnen deze categorie zeker ook tot de winnaars. Rusland blijft op dit vlak enigszins achter.

China wordt wel gezien als aanjager, maar China heeft haar groei doelstelling toch moeten versoepelen. Vorig jaar werd al een specifieke bandbreedte genoemd van 6,5 % tot 7%. Toen kwam de groei uiteindelijk uit op 6,7%. Dit jaar stuurt Peking aan op een groei van ‘om en nabij’ de 6,5 %. Dat bleek recent bij de aftrap van het jaarlijkse Volkscongres. Dit is de laagste groei van de afgelopen 25 jaar.

De Indiase economie groeit momenteel met meer dan 7% per jaar. Het land presteert daarmee het beste van alle landen van de G20, een groep van 19 (industrie)landen en de Europese Unie, zegt de OESO in een deze maand verschenen rapport. Daarmee neemt het definitief de voortrekkersrol over van China.

India zal in april de Goods and Services Tax (GST) invoeren, een indirecte belasting op goederen en diensten die een gezamenlijke markt voor het hele land moet stimuleren. De OESO adviseert ook om inkomens- en eigendomsbelastingen 'groeivriendelijker' te maken. Het geeft aan dat de hervormingsgezindheid van de regering langdurig zal kunnen bijdragen aan een hoge bestendige groei aldaar.

Brazilië verkeert al twee jaar in een recessie. Het is de ernstigste economische recessie sinds deze cijfers worden bijgehouden. De economie kromp in 2016 met 3,6%. Echter, het ergste lijkt achter de rug en het IMF rekent op een economische groei van ongeveer 0,20% tot 0,50% voor 2017. Dit zal kunnen aantrekken tot 1,5% voor 2018.

Obligatiemarkt

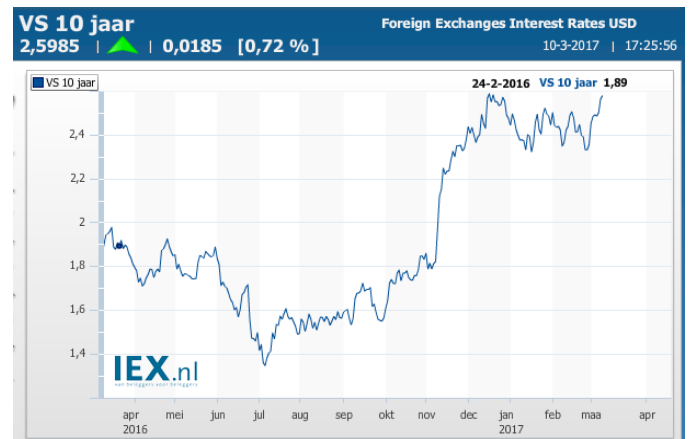
In december lieten de meeste rentes op de kapitaalmarkt van de eurozone een lichte daling zien. Vanaf begin dit liepen deze rentes weer op. De 10-jaars swaprente is ongeveer met 16 basispunten toegenomen. Omdat kortere looptijden geringere rentestijgingen kenden, is de rentecurve steiler geworden. De risico-opslagen van bedrijfsobligaties hebben we gemiddeld genomen zien dalen. Dit betekent dat het debiteurenrisico van bedrijven lager wordt ingeschat. Een onderscheid zien we tussen de kernlanden van de eurozone en de perifere landen waarbij de kernlanden een betere performance lieten. Vooral de zwakke prestaties van Portugal en Italië vielen op. De 5-jaars spreads van deze landen t.o.v. Duitsland stegen met ongeveer 15 en 23 basispunten.

De rendementen van obligaties laten een gemengd beeld zien. Vooral euro-staatsobligaties behaalden de afgelopen maand een negatief rendement. De zogeheten investment grade (minimum rating van BBB) bedrijfsobligaties deden het dankzij hun over het algemeen lagere rentegevoeligheid met een minimale min een stuk beter. High yield obligaties scoorden een licht positief resultaat.

Amerikaanse staatsobligaties lieten eveneens een koersdaling zien, veroorzaakt door de oplopende rente

aldaar. In euro's uitgedrukt viel dit verlies enigszins mee, aangezien de dollar ten opzichte van de euro licht is toegenomen.

Juist door de opgelopen renteversillen tussen Europa en de VS zien we dat de dollar, ten opzichte van de euro, profiteert. Een belegging in dollars neemt daardoor in euro's evenredig toe. Door deze verzwakking van de euro treedt er wel een licht verdere verbetering op voor de exportpositie van Europa. Voor de VS geldt dit andersom, zij het dat de economie in de VS minder exportafhankelijk is.



Visie/Conclusie

De afgelopen maanden zien we dat er een duidelijke verbetering optreedt wat betreft de economische groeivoorzichten. Door de OESO wordt deze verbetering bevestigd middels haar lichte verhoging van de verwachte wereldwijde economische groei voor 2017 en 2018.

De draai in de rentecyclus, die halverwege vorig jaar plaatsvond, kenmerkt echter wel een toegenomen risico op onrust in de financiële markten. Een oplopende rente is op zichzelf niet ongewenst, omdat rentestanden

historisch gezien op een zeer laag niveau staan. Het grootste risico bestaat uit het feit dat de rente weleens heel sterk kan gaan stijgen en een dergelijke ontwikkeling zou kunnen resulteren in een 'brede herprijzing' van bijvoorbeeld aandelen. Met andere woorden: als de rente te snel verder stijgt, dreigen de aandelenbeurzen onderuit te gaan. We schatten de kans zeer klein in dat dit zal gebeuren. Tot nu toe heeft de aandelenmarkt zeer goed gereageerd op de sterke rentestijging van afgelopen maanden. Daarnaast zien we dat de huidige obligatiemarkten een aantal verwachte renteverhogingen in 2017 inmiddels heeft ingeprijd.

Historisch gezien stijgen aandelen en korte termijn obligatierentes vaak tegelijk als vanaf een zeer laag niveau renteverhogingen worden doorgevoerd. In het verleden is het maar één keer voorgekomen dat dit niet het geval bleek te zijn, wat mede leidde tot negatieve gevolgen voor aandelen. Voor ons reden om op aandelen positief te blijven. Keerzijde hiervan is dat obligaties op korte termijn koersrisico lopen. Echter, wanneer de rente op een geleidelijke wijze zal oplopen zal dit voor de obligatiemarkt geen grote schadelijke gevolgen hoeven te hebben.

De beursstijging van de aandelenmarkt sinds 1 december is fors geweest en duidelijk is dat marktpartijen zich afvragen of dat deze rally nog lang aanhoudt. Met name in de VS zien we recordhoogten. Daar waar Europa nog behoorlijk ruimte heeft. Belangrijk is dan om naar de huidige waardering te kijken om te zien of aandelen duur zijn. Voor ontwikkelde markten staat deze ratio (huidige koers gedeeld door de verwachte winst voor de komende 12 maanden, de zogeheten koers-winstverhouding) bijna op 17. Daarbij zien we ook dat de meerderheid van analisten een verdere winststijging voorziet. De ratio van 17 ligt iets hoger dan het 20-jarig gemiddelde. Gezien de huidige verwachte winstgroei is dit zeker niet extreem. We blijven dan ook positief op aandelen voor de ontwikkelde economieën waarbij Europa naar onze mening de meeste kansen te bieden heeft afgezet tegen de huidige risico's.



Opkomende markten behoren ons inziens zeker ook tot de kanshebbers, waarbij India de grote aanjager blijft en Brazilië na de jarenlange recessie een kanshebber wordt genoemd.

Over China horen we wisselende berichten, waarbij de laatste groeicijfers tegenvallend werden genoemd. Echter om China kunnen we niet heen als we het hebben over opkomende markten en een economisch groeicijfer van 6,70 % is nog niet slecht te noemen. De koers/winst verhouding voor de opkomende markten ligt momenteel rond de 12. Dit is niet duur te noemen. En met een verwachte groei van 5 % voor deze economie blijven we deze regio overwegen.

Vastgoed is een asset welke, evenals obligaties, gevoelig is voor een stijgende rente. Ondanks de nog steeds zeer lage rentestanden voorzien we dat deze sector tegenwind kan krijgen als de renteontwikkeling zich zo verder doorzet. Hogere rente betekent uiteindelijk hogere financieringslasten en dit drukt de winstgevendheid. Vandaar dat we deze categorie hebben teruggebracht van neutraal naar licht onderwogen.

De stijgende rente is en zal, zoals eerder gezegd, voor obligaties een behoorlijk risico zijn en voorlopig blijven. Vooral de langjarige staatsobligaties hebben hier inmiddels al last van ondervonden door recent dalende obligatiekoersen. Het blijft binnen dit landschap op zoek gaan naar de juiste categorie obligatie.

Kredietwaardige bedrijfsobligaties en high yield obligaties behoren reeds tot onze favorieten.



Dit zal voorlopig ook zo blijven. De risico's voor een belegging in obligaties binnen de opkomende markten schatten wij hoger in. Dit vanwege de blijvend sterke ontwikkeling van de dollarkoers. Het herfinancieringsrisico van door de opkomende landen aangehouden leningen in dollars genoteerd, zien wij als een reëel gevaar.

Overzicht asset allocaties en marktprestaties

Asset	Weging
Aandelen	Licht overwogen
Obligaties	Onderwogen
Vastgoed	Licht onderwogen
Grondstoffen	Neutraal

Regio	Weging
Europa	Overwogen
Noord-Amerika	Neutraal
Japan	Zwaar onderwogen
Pacific (exclusief Japan)	Neutraal
Opkomende markten	Licht overwogen

Categorie	Weging
Staatsobligaties	Zwaar onderwogen
Bedrijfsobligaties	Overwogen
High Yield obligaties	Overwogen
Opkomende markten	Onderwogen

Benchmark	31-jan-17	28-feb-17	Performance februari	Performance 2017
MSCI World	1.792,40	1.838,70	2,58%	4,89%
AEX (Ned)	476,71	495,31	3,90%	2,51%
DAX (Dui)	11.535,31	11.834,41	2,59%	3,08%
Euro Stoxx 50 (Eur)	3.230,68	3.319,61	2,75%	0,88%
Dow Jones Ind (VS)	19.864,09	20.812,24	4,77%	5,31%
S&P 500 (VS)	2.278,87	2.363,64	3,72%	5,57%
Nasdaq (VS)	5.614,79	5.825,44	3,75%	8,22%
Nikkei 225 (Jap)	19.041,43	19.118,99	0,41%	0,02%
Hang Seng (Hong K)	23.147,70	23.832,80	2,96%	8,45%
MSCI Emerging (Opk. L.)	909,23	936,37	2,98%	9,08%
Think Global Real Estate	38,61	40,65	5,28%	3,38%
iShares Barclays Corporate Bonds	128,08	129,7	1,26%	-0,33%
iShares Euro High Yield	106,89	107,84	0,89%	1,35%
iShares EUR Gov.Bnd 5-7	153,37	154,45	0,70%	-0,62%
iShares EUR Gov.Bnd 7-10	204,97	207,48	1,22%	-0,96%
JPM Em.Mkt.Bnd ETF	112,13	113,56	1,28%	3,03%
Brentolie	55,58	56,51	1,67%	0,68%
Goud	1.209,97	1.256,90	3,88%	9,16%
Eur/USD	1,0797	1,0575	-2,06%	0,32%
3-maands Euribor rente tarief	-0,32%	-0,33%		

Disclaimer : Ondanks dat de informatie in dit kwartaalbericht is samengesteld met de grootst mogelijke zorgvuldigheid, kunnen er geen rechten aan ontleend worden. Veel van de opgenomen informatie draagt het karakter van een opinie van de samensteller. De geraadpleegde bronnen worden door de samensteller als betrouwbaar beschouwd.