

Is er ook nog *goed* nieuws?

Door Bart Le Blanc, 24/05/2016.

1. Is er ook nog *goed* nieuws?

Dat is een begrijpelijke vraag als men de niet aflatende stroom van negatief nieuws voor beleggers waarneemt. Het recente rapport van het IMF over de stand van de wereldeconomie (World Economic Outlook, april 2016) is ook al geen vrolijke literatuur.

Voor beleggers is het van belang om zich niet al te gauw van de wijs te laten brengen. Hun horizon is in principe de middellange termijn. En zolang zij door omstandigheden niet zijn gedwongen om hun beleggingen af te bouwen, moet hun vizier ook gericht blijven over de golven van onzekerheid en turbulentie van vandaag, morgen en overmorgen heen.

Deze bijdrage is een zoektocht naar goed nieuws. Wij zoeken achter de niet aflatende stroom van slecht-nieuwsberichten naar zaken die hoop kunnen geven en op langere termijn positief voor beleggers kunnen zijn.

Conclusie: er is goed nieuws als je er maar koel en afstandelijk achter de stortvloed van nieuwsfeiten kijkt!

2. In dit artikel focussen we alleen op de economie en laten de (geo)politieke context even links liggen. Dat is natuurlijk niet goed want politiek heeft een belangrijke invloed op de economie en op de korte termijn ook op markten.

Het debat over Groot-Brittannië wel of niet in de Europese Unie heeft een ontegenzeggelijke negatieve impact op de koers van het Britse pond, het doet investeerders aarzelen over capaciteit-vergroten investeringsplannen en maakt de burgers onzeker en dus terughoudend in hun bestedingen. Maar na een korte termijn van onzekerheid volgt er een nieuwe economische werkelijkheid die niet per definitie slechter is.

En natuurlijk zijn er in de bredere politieke wereld vele dreigingen en onzekerheden: immigratie en vluchtelingenstromen zijn humanitaire crises die we niet kunnen “weg-managen”, oorlog in het Midden-Oosten is een brandhaard met grote gevaren, terrorisme bedreigt de westerse samenlevingen, een nucleair Noord-Korea destabiliseert niet alleen de Aziatische regio maar raakt rechtstreeks de wereldvrede.

Daarnaast zijn er grote politieke veranderingen aanstaande als gevolg van de presidentsverkiezingen in de Verenigde Staten, politieke onrust in Brazilië na de impeachment van president Rousseff, nieuwe autocratische bewegingen in landen waar de Arabische lente een valse start maakte, inclusief Turkije en de opmaak van belangrijke verkiezingen op het Europese continent (Duitsland en Frankrijk in 2017 en ja, ook in Nederland).

Genoeg in het geopolitieke veld om slapeloze nachten te garanderen!

Maar voor dit artikel doen we de oogkleppen op en kijken alleen naar de economie.

3. Voor het gemak beginnen we met de conclusies.

Financiële markten worden gedomineerd door “nieuws” dat vraag en aanbod op die markt behoorlijk kan verstoren. Voor de lange termijn belegger is het overigens van belang om over de horizon van de actuele koersen te kijken. Onze focus is dus op de feiten en trends achter de nieuwsfeiten van alle dag.

En ja: *er is goed nieuws!*

In onze analyses ontdekken wij in de niet aflatende stroom van slecht nieuws de volgende “goed-nieuws-verhalen”:

- De economische groei in de wereld is gemiddeld niet hoog, maar wel gelijkmatiger verdeeld over de wereld. Belangrijke wereldeconomieën zoals de Verenigde Staten zijn op volle economische kracht. China is in transitie van een publiek gestuurde (infrastructuur) investerings-push naar een consumptie gedreven economie. Europa (of de Eurozone) laat een eerste herstel zien met Spanje als lichtend voorbeeld.
- Er is grote wereldwijde overeenstemming over de drie door het IMF aanbevolen groei-acties (monetaire verruiming, infrastructuurinvesteringen en structurele hervormingen). In vele landen worden deze stap voor stap uitgevoerd, inclusief aarzelende stappen tot arbeidsmarkthervorming, met name in sommige mediterrane Europese landen.
- De inflatie blijft nog laag maar de deflatiedreiging lijkt te zijn afgewend. Door een combinatie van factoren in de monetaire sfeer en in de reële economie lijkt men de terugkeer van (vooralsnog beperkte) inflatie te verwachten. Het herstel van de olieprijs en andere grondstoffen prijzen, alsmede het toenemend gebruik van

indirecte belastingen voor de sanering van overheidsfinanciën in westerse economieën, zal tot nieuwe inflatoire impulsen leiden. Daarnaast moet de uitkomst van recente collectieve loononderhandelingen in vele Europese landen waaronder Duitsland en Nederland, tot opwaartse druk op prijzen leiden.

In de bijlage wordt deze gematigd optimistische langtermijnvisie verder uitgewerkt en onderbouwd. Er is volgens ons genoeg bewijsmateriaal voor deze visie. De liefhebber wordt naar de analyses in de bijlage verwezen.

Voor de gehaaste lezer volgt hieronder een serie van conclusies voor de degelijke belegger: Goed nieuws vertaald in een plan!

4. Naar onze mening moet de belegger voor zichzelf bepalen wat zijn/haar horizon is en hoe de persoonlijke balans van bezittingen versus verplichtingen het risicoprofiel bepalen.

In het geval dat de beleggingshorizon de middellange termijn is en de beleggingsdoelstelling zich in eerste aanleg richt op het behoud van kapitaal in reële zin met een zeker inkomen, dan kan met de hiervoor genoemde goed-nieuws-verhalen worden gewerkt.

Voor onze aanpak betekent dat:

- Veel aandacht voor diversificatie in portefeuilles en een op het risicoprofiel afgestemde Strategische Asset Allocatie
- In die allocatie horen niet alleen traditionele beursgenoteerde beleggingen, maar ook zorgvuldig uitgekozen alternatieve beleggingen, met eventueel gebruik van hedge funds
- De exposure naar de verschillende beleggingscategorieën kan worden ingevuld door een mix van individuele aandelen of obligaties en beleggingsfondsen.
- Individuele posities worden in eerste aanleg gezocht in kwaliteitsaandelen met stevige dividend- rendementsverwachtingen en diepgravende research-onderbouwing
- Indexfondsen kunnen worden gebruikt om algemene marktexposure snel en goedkoop te kunnen innemen.
- Voor regio's en/of sectoren waar specifieke expertise noodzakelijk is, worden beleggingsfondsen geselecteerd. Daarmee kan worden ingespeeld op bepaalde sectorale keuzes zoals: alternatieve energie, de gezondheidssector, sectoren die inspelen op trends zoals vergrijzing, enz.

- In de vastrentende sfeer zijn liquide (overheids)obligaties en corporate investment grade bonds wellicht vanuit een rendementsoogpunt niet erg aantrekkelijk, maar geven stabiliteit aan een portefeuille en liquiditeit - Deze zijn aan te vullen met minder liquide beleggingen van eenzelfde kredietrisiconiveau.
- Tot slot zijn gedekte optiestrategieën mogelijk om in te spelen op tijdelijk anomalieën in de markt.

Het lijkt er dus op dat beleggen er niet eenvoudiger op wordt.

Maar het is voor de belegger van groot belang om zich niet van de wijs te laten brengen. Niet door de stroom van negatieve berichten, maar ook niet door asset managers die alles willen verkopen en hele nieuwe strategieën wensen te implementeren.

Er is goed nieuws voor de degelijke belegger!

Disclaimer:

All opinions and estimates expressed in this document are subject to change without notice. This document does not purport to be impartial research and has not been prepared in accordance with legal requirements designed to promote the independence of investment research, and is as such not subject to any prohibition. Andreas Capital S.A. does not accept any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from the use of this document. This document is for information purposes only and is not, and should not be construed as, an offer to buy or sell any securities or related derivatives, invest in any funds, or enter into any transaction with Andreas Capital S.A or any of its affiliates. The information contained in this document has been compiled from sources believed to be reliable, and is published for the assistance of the recipient, but is not to be relied upon as authoritative or taken in substitution for the exercise of judgement by the recipient.

Bijlage I: Onderbouwing Goed Nieuws

1. Het recente IMF-rapport draagt als titel: *"Too slow growth for too long"*.
Geen opbeurende titel!

In de onderstaand tabel zijn de recente IMF-ramingen voor economische groei samengevat. De publicatie van dit rapport was omgeven door negatieve berichtgeving, deels ook geïnspireerd door de titel. Maar eigenlijk is het beeld helemaal niet allemaal slecht nieuws voor de wereldeconomie.

Tabel 1: Groeiprognozes IMF, april 2016

Latest growth projections
Global recovery continues, but at an ever-slowing and fragile pace.
(GDP, percent change)

	Projections			Difference from January 2016 WEO Update 1/	
	2015	2016	2017	2016	2017
World Output	3.1	3.2	3.5	-0.2	-0.1
Advanced Economies	1.9	1.9	2.0	-0.2	-0.1
United States	2.4	2.4	2.5	-0.2	-0.1
Euro Area	1.6	1.5	1.6	-0.2	-0.1
Germany	1.5	1.5	1.6	-0.2	-0.1
France	1.1	1.1	1.3	-0.2	-0.2
Italy	0.8	1.0	1.1	-0.3	-0.1
Spain	3.2	2.6	2.3	-0.1	0.0
Japan	0.5	0.5	-0.1	-0.5	-0.4
United Kingdom	2.2	1.9	2.2	-0.3	0.0
Canada	1.2	1.5	1.9	-0.2	-0.2
Other Advanced Economies 2/	2.0	2.1	2.4	-0.3	-0.4
Emerging Market and Developing Economies	4.0	4.1	4.6	-0.2	-0.1
Commonwealth of Independent States	-2.8	-1.1	1.3	-1.1	-0.4
Russia	-3.7	-1.8	0.8	-0.8	-0.2
Excluding Russia	-0.6	0.9	2.3	-1.4	-0.9
Emerging and Developing Asia	6.6	6.4	6.3	0.1	0.1
China	6.9	6.5	6.2	0.2	0.2
India 3/	7.3	7.5	7.5	0.0	0.0
ASEAN-5 4/	4.7	4.8	5.1	0.0	0.0
Emerging and Developing Europe	3.5	3.5	3.3	0.4	-0.1
Latin America and the Caribbean	-0.1	-0.5	1.5	-0.2	-0.1
Brazil	-3.8	-3.8	0.0	-0.3	0.0
Mexico	2.5	2.4	2.6	-0.2	-0.3
Middle East, North Africa, Afghanistan, and Pakistan	2.5	3.1	3.5	-0.5	-0.1
Saudi Arabia	3.4	1.2	1.9	0.0	0.0
Sub-Saharan Africa	3.4	3.0	4.0	-1.0	-0.7
Nigeria	2.7	2.3	3.5	-1.8	-0.7
South Africa	1.3	0.6	1.2	-0.1	-0.6
Low-Income Developing Countries	4.5	4.7	5.5	-0.9	-0.4

Source: IMF, *World Economic Outlook*, April 2016.
Note: Real effective exchange rates are assumed to remain constant at the levels prevailing during February 2–March 1, 2016. Economies are listed on the basis of economic size.
 1/ Difference based on rounded figures for the current and January 2016 *World Economic Outlook Update*.
 2/ Excludes the G7 (Canada, France, Germany, Italy, Japan, United Kingdom, United States) and euro area countries.
 3/ For India, data and forecasts are presented on a fiscal year basis and GDP from 2011 onward is based on GDP at market prices with FY2011/12 as a base year.
 4/ Indonesia, Malaysia, Philippines, Thailand, Vietnam.

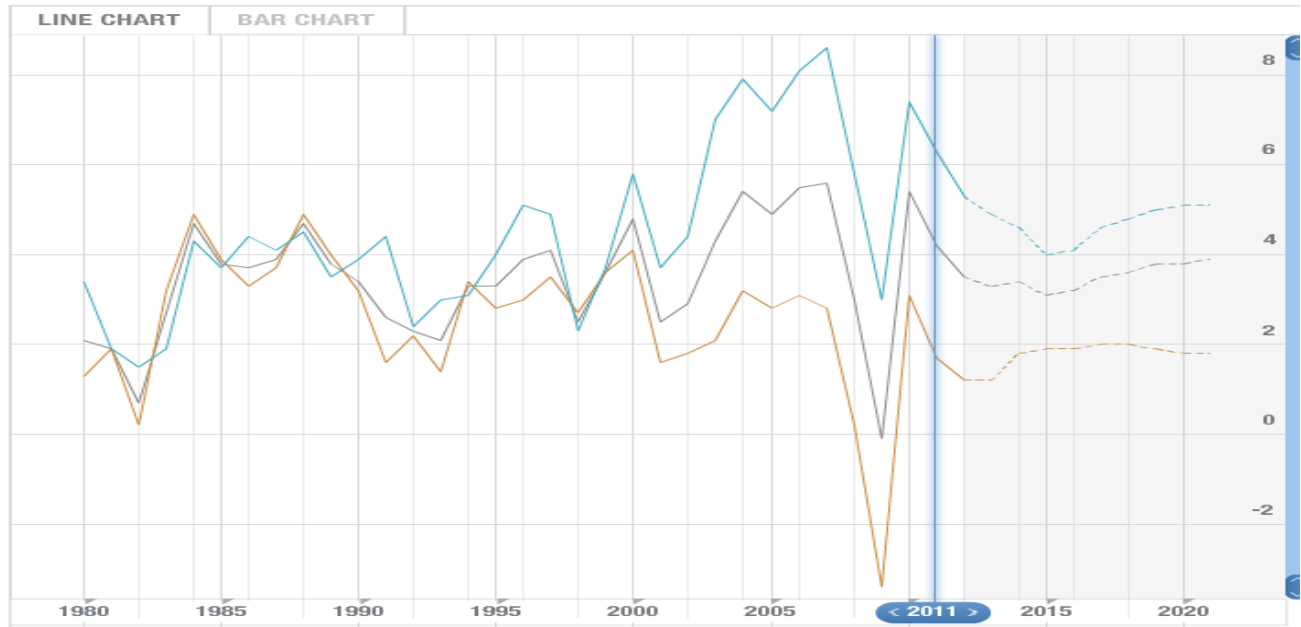
Bron: IMF World Economic Outlook, april 2016

De tabel laat zien dat de meeste landen kunnen rekenen met een gestaag verbeterd economisch vooruitzicht. De enige uitzonderingen zijn bepaalde olie-exporterende landen zoals Rusland en Nigeria, waar de problemen in economische zin veel verder gaan dan olie-afhankelijkheid in de eerste plaats (systeem- en verdelingsrisico's, corruptie en dergelijke).

De groei van de wereldeconomie wordt door het IMF geraamd op ongeveer ruim 3% (met India en China als uitschieters in de orde van 6 tot 7,5%). Als we iets verder vooruitkijken dan zien we dat het IMF in een ander rapport aangeeft dat - na het herstel van de crisis - de groeipatronen tussen ontwikkelde en opkomende economieën dichterbij elkaar blijven. Minder

ongelijke verdeling van groei tussen arme en rijke landen, tussen Noord en Zuid, tussen grondstoffenproducenten en gediversifieerde economieën zijn allemaal ontwikkelingen die tot een evenwichtigere wereldeconomie kunnen leiden. Dat is onmiskenbaar voor economen goed nieuws!

Grafiek 1: GDP groei van ontwikkelde landen (geel) ontwikkelingslanden (blauw) en het wereldgemiddelde (grijs)



Bron: IMF

Het feit dat de economische groeipatronen tussen de verschillende blokken dichter bij elkaar komen, zal zeker leiden tot een evenwichtiger en geleidelijker ontwikkeling van de wereldeconomie met minder volatiliteit en minder schokgevoeligheid. Goed-nieuwsfeit #1.

2. Maar hoe staat het eigenlijk met de door het IMF bepleite groei bevorderende acties:

- Monetaire verruiming;
- infrastructuurinvesteringen; en
- Structurele hervormingen.

Geen twijfel bestaat over de enorme monetaire impulsen die centrale banken over de hele wereld hebben gegeven en nog voortdurende toepassen, met name in Japan en de Eurozone. Zelfs de minimale renteverhoging van de FED in het najaar 2015 kan gezien de stand van de Amerikaanse economie (bijna “volledige werkgelegenheid”), niet echt als verkrapting worden aangemerkt.

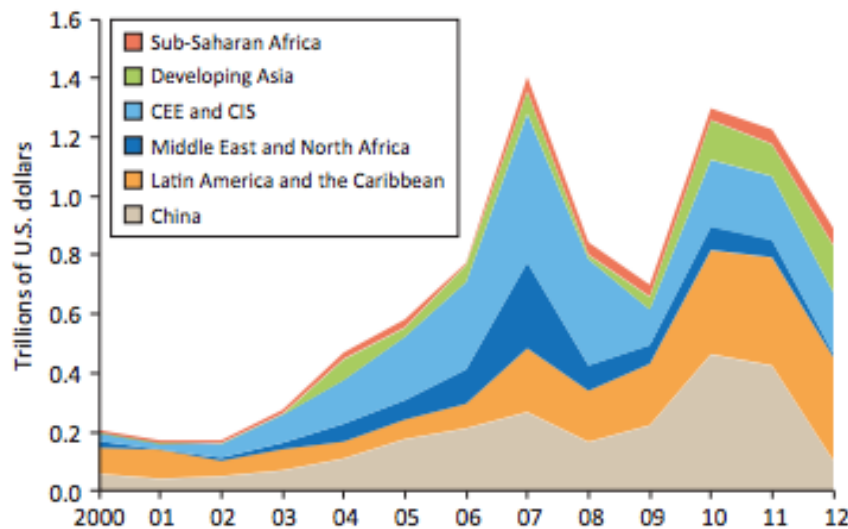
Langzamerhand is het debat in de ontwikkelde economieën veeleer gedraaid naar een discussie over de negatieve gevolgen van lage/negatieve rentes vooral voor pensioenfondsen en levensverzekeraars en het sparende publiek.

Martin Wolf wees er onlangs in de Financial Times (*“Negative rates are a symptom of our ills”*, 13 april 2016) op dat lage en negatieve rentes een correcte illustratie zijn van vraag en aanbod op de markt: er is een overvloed aan besparingen en een tekort aan investeringen, zowel private investeringen als in publieke infrastructuur. Daarnaast veroorzaakt de lage rente op zichzelf weer een nieuwe spaarimpuls want een onzekere pensioenvoorziening leidt niet tot extra uitgeven, integendeel.

In ontwikkelde economieën krijgt het onderwerp ‘infrastructuurinvesteringen’ wel steeds meer aandacht in de nationale economische debatten. Daarbij gaat het debat verder dan de traditionele Keynesiaanse visie. De voortdurende veranderingen als gevolg van globalisering en nieuwe internet-gebaseerde technieken en processen, leiden tot voortdurend nieuwe eisen op het gebied van infrastructuur. Daarbij gaat het niet alleen om IT infrastructuur, maar ook om alle achterliggende complementaire logistieke infra. Traditionele financiering via overheidsbudgetten lijkt minder voor de hand te liggen gezien de nog steeds precaire toestand van de overheidsfinanciën in vele landen. Maar op hetzelfde moment moeten we onze ogen ook niet sluiten dat er in de achterliggende jaren veel is gebeurd op het terrein van sanering van overheidsfinanciën zoals de volgende grafiek helder laat zien.

En overheden zijn veel pruderter geworden in hun actieve fiscale politiek waarbij de grenzen van een eenzijdige focus op bezuinigingen wel zijn onderkend, alsmede de grenzen aan verhoging van directe belastingen op arbeid en kapitaal.

Grafiek 2: netto schuldposities over de wereld



Source: IMF, World Economic Outlook database.

Om nieuwe publieke financiële crises te vermijden, wordt naar verwachting meer en meer gezocht naar publieke financiering met private cofinanciering en indirecte belastingen en gebruikersheffingen om het direct belastinginstrument zoveel mogelijk te kunnen vermijden. Dat kan overigens wel leiden tot afwenteling van deze heffingen via consumentenprijzen en dus tot enige vorm van inflatoire druk (zie onder) maar daar liggen centrale banken niet van wakker.

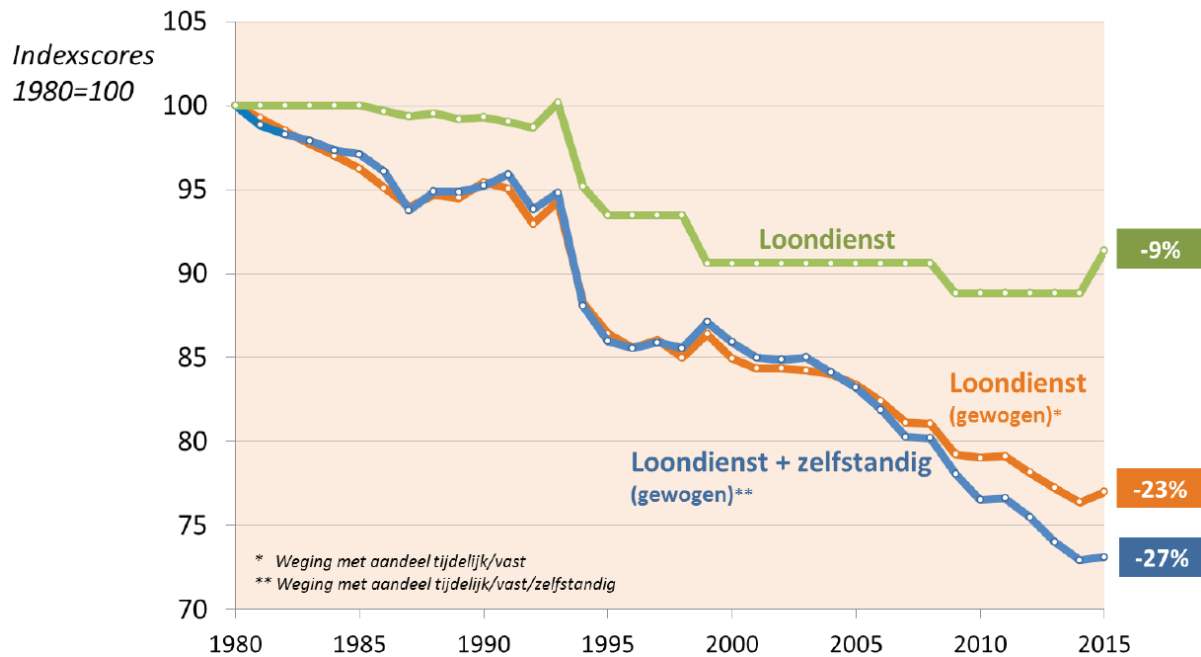
‘Structurele hervormingen’ zijn voor het IMF de derde belangrijke pijler voor groeibevordering. Het gaat dan voornamelijk om hervormingen op het gebied van de arbeidsmarkt (flexibilisering) en sociale zekerheid. Daarbij is ook het verlichten van de druk van belastingen op loon en ondernemingswinsten een oogmerk.

In de landen van Europese Unie is dit een ambitie die in de nationale politieke implementatie sneuvelt of aanzienlijk wordt gematigd.

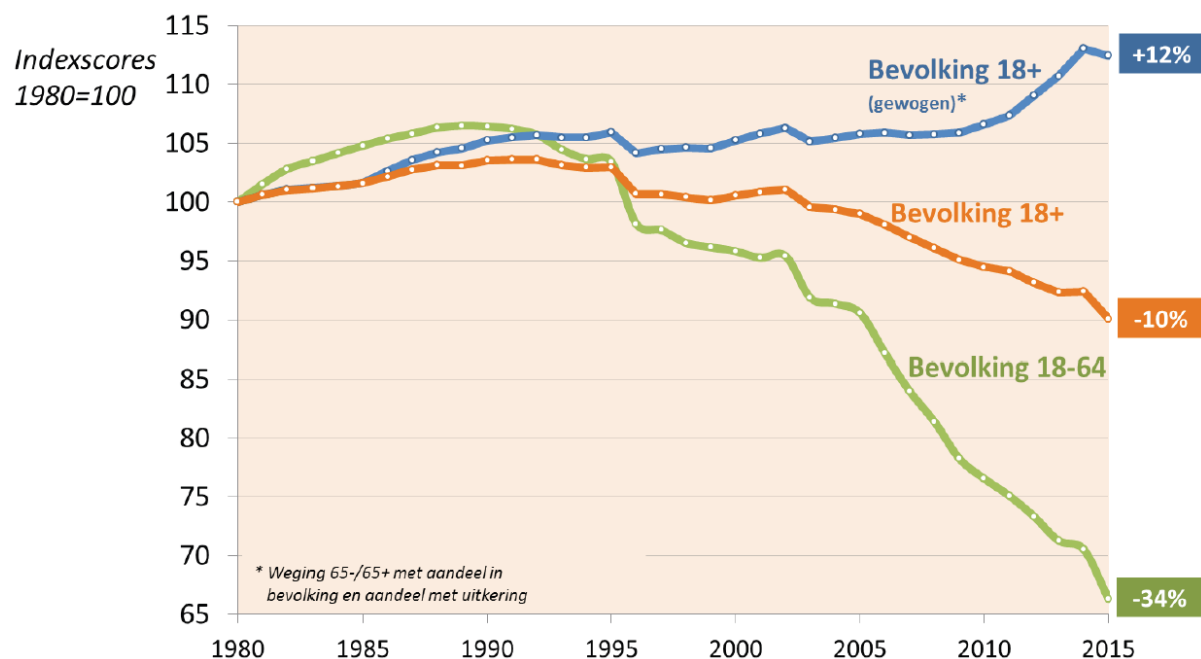
In Nederland is in navolging van Duitsland in de afgelopen decennia een belangrijke slag op het gebied van flexibilisering van werk en sociale zekerheid gemaakt. De onderstaande grafieken geven de daaruit voortvloeiende terugval in zekerheid van werk en inkomen op illustratieve wijze weer.

Aangetekend zij natuurlijk dat wat goed is voor de economie (vergroete flexibilisering van arbeid en inkomen) op persoonlijk niveau natuurlijk geen positieve connotatie hoeft te hebben.

Grafiek 3: Werkzekerheid van de beroepsbevolking (1980 - 2015)



Grafiek 4: Inkomenszekerheid van Nederlandse bevolking (18+)



Bron: J.C. Vrooman: Meedoen in onzekerheid, maart 2016

De conclusie staat buiten kijf: de deregulering van de arbeidsmarkt sinds het midden van de jaren '90 heeft tot belangrijke vermindering van werkzekerheid geleid en logischerwijze heeft dat de inkomenszekerheid ook uitgehold. De enige groep die niet door de deregulering werden

getroffen, waren de gepensioneerden, vandaar de overall positieve score van alle Nederlanders (inclusief niet-werkenden).

Helaas hebben we onlangs gezien dat dit soort hervormingen niet overal goed verlopen. In Frankrijk heeft zelfs de studentenbeweging zich op de barricades begeven om de rechten van de huidige werkers (35-urige werkweek) en gepensioneerden te verdedigen. Geen echte 68 revolutie meer!

Goed-nieuwsfeit #2: Er is een brede consensus op het terrein van de groei oriëntatie met simultane acties op monetair, infrastructuur en hervormingsgebied. In veel landen worden structurele hervormingen voorbereid en plannen worden ontwikkeld voor nieuwe infrastructuur projecten op nationaal en transnationaal niveau. De eerste vruchten van verschillende acties met name op Europese Unie niveau zullen langzamerhand meer zichtbaar worden en zeker Europa meer competitief maken.

3. De traditionele **inflatietheorie** zegt dat hoge en klimmende inflatie gevaarlijk is voor het economische beleid en maakt daarbij van inflatie beheersing het centrale macro-economische dilemma. In de achterliggende jaren is met name op basis van Japanse ervaringen de focus verlegd naar (te) lage en dalende inflatie die eveneens grote gevaren met zich meebrengt.

De onderstaande grafiek laat zien dat tussen 1960 tot 2015 de eerste periode van 25 jaar de inflatie in Nederland een onbeheerst patroon liet zien met forse uitslagen naar boven en naar beneden. Dat was een inflatietype dat we tegenwoordig nog slechts associëren met ontwikkelingslanden!

Grafiek 5: Inflatie – CPI lange termijn



Bron: CBS

Sinds de jaren '80 laat de inflatie een duidelijk meer beheerst verloop zien met gemiddeld genomen jaarlijkse inflatiecijfers van rond 2% en beperkte uitslagen. De discussie over negatieve inflatie en de potentieel desastreuze economische gevolgen daarvan is van recente datum; eigenlijk sinds 2013 toen de daling van inflatie zich bleef voortzetten en het doembeeld van deflatie opdook. Maar hoe realistisch is het om te verwachten dat deze ontwikkeling zich zal voortzetten?

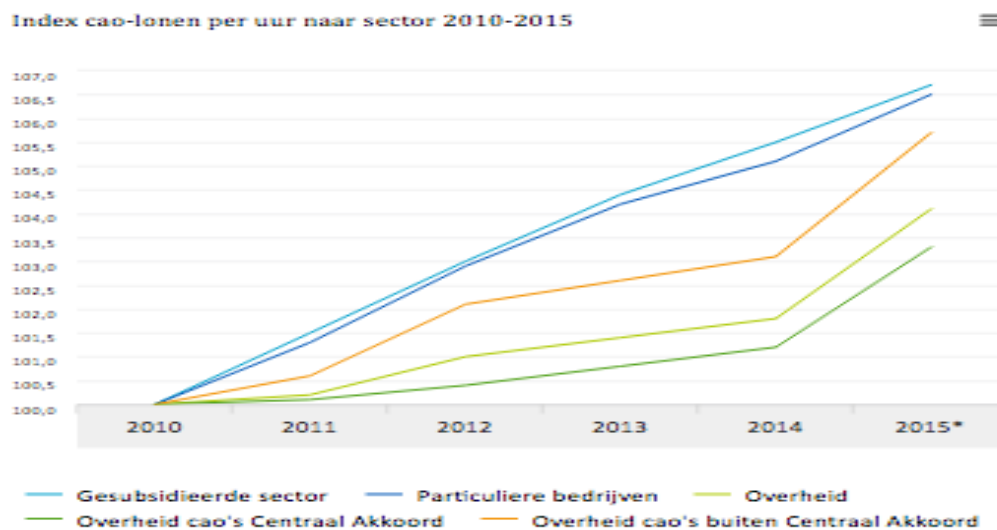
Naast de grote capaciteitsproblemen na de financiële crisis van 2008 hebben vooral de grondstoffenprijsdalingen (niet alleen olie!) aan deze trend bijgedragen. Dat zou betekenen dat het recente herstel van de olieprijs op termijn een omgekeerd effect op de inflatie moeten hebben.

Als de impact op de inflatie vergelijkbaar is met het verleden, dan betekent iedere 10% stijging 0.5% inflatie. Wat we hebben gezien is een olieprijs die van het rock bottom niveau van \$30 in begin 2016, is gestegen tot prijzen tussen \$45 en \$50. Reden genoeg dus om te verwachten dat de invloed hiervan resulteert in hogere producenten- en consumentenprijzen.

De tweede factor die tot herstel van inflatie kan leiden, is gelegen in het verder benutten van het indirecte belastinginstrument door overheden. In het kader van de sanering van overheidsbudgetten, alsmede de financiering van infrastructuurprojecten, zullen bij de huidige stand van de cyclus overheden uiterst terughoudend zijn met verhoging van directe belastingen (loon en winstbelastingen) en tekortfinanciering. Indirecte belastingen (BTW of andere heffingen veelal met een "groen" label) zullen de aangewezen instrumenten zijn. Dit heeft onmiddellijke effecten op de prijsinflatie. Zie het voorbeeld van Japan, dat in april 2014 de sales tax verhoogde van 5% naar 8%; de centrale bank analyseerde daarna dat dit tot een onmiddellijke inflatieverhoging in dezelfde maand van 1,7% leidde. Het is dus te verwachten dat de inflatie zal aantrekken door verhogingen van indirecte belastingen, die op bredere schaal dan voorheen zullen worden doorgevoerd, voornamelijk in de westerse economieën.

Ouderwetse looninflatie kan ook niet uitblijven. Loononderhandelingen in Europa en zeker ook in Nederland over de laatste 12 maanden, geven allemaal blijk van behoorlijke reële loonsverhogingen. De onderstaande grafiek laat de behoorlijke stijging van de contractlonen zien in de verschillende factoren met de overheid als voorloper (na jaren lang achterblijver te zijn geweest).

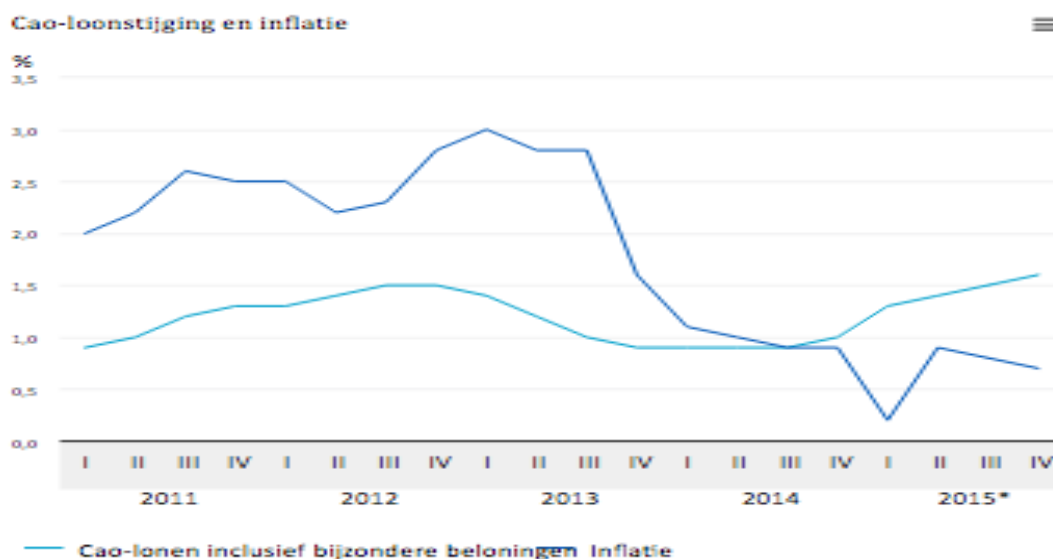
Grafiek 6: Index CAO-lonen naar sectoren 2010 – 2015



Bron: CBS

Met vertraging moeten deze loonsverhogingen tot hogere prijzen leiden, zeker in de huidige omgeving waarin productiviteitsverbeteringen zeer gering of zelfs negatief zijn. De onderstaande grafiek toont duidelijk aan dat het verband tussen loonontwikkeling niet 1:1 is en dat er een duidelijke time-lag bestaat.

Grafiek 7: Loonstijging en inflatie



Bron: CBS

De verwachting is gerechtvaardigd dat in de komende 12 tot 18 maanden hogere prijzen zullen resulteren van de voortdurende boven-inflatie loonsverhogingen.

Derde goed-nieuwsfeit: inflatie zit eraan te komen. Het komt met kleine pasjes en over een langere periode uitgesmeerd, maar het is onvermijdelijk. En inflatie, mits beheerst, is een van de startmotoren van nieuwe bestedingen en daardoor van economische groei.

Tabel 2: Inflatieverwachtingen 2020

Inflation Rate | Forecast | 2016-2020

	Last			Q2/16	Q3/16	Q4/16	Q1/17	2020	
United States	0.90	Mar/16	▼	0.8	1.2	1.9	1.9	2.8	percent
Euro Area	0.00	Mar/16	▲	0.2	0.3	0.4	0.5	2.1	percent
China	2.30	Mar/16	▼	2.2	2.4	2.5	2.6	4.5	percent
Japan	0.30	Feb/16	▲	0.4	0.6	0.5	0.8	1.8	percent
Germany	0.30	Mar/16	▲	0.4	0.6	0.8	0.7	2.9	percent
United Kingdom	0.50	Mar/16		0.5	0.6	0.7	1	2.5	percent
France	-0.10	Mar/16	▲	0.1	0.2	0.3	0.5	2.1	percent

Bron: Trading economics Mei 2016

Disclaimer:

All opinions and estimates expressed in this document are subject to change without notice. This document does not purport to be impartial research and has not been prepared in accordance with legal requirements designed to promote the independence of investment research, and is as such not subject to any prohibition. Andreas Capital S.A. does not accept any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from the use of this document. This document is for information purposes only and is not, and should not be construed as, an offer to buy or sell any securities or related derivatives, invest in any funds, or enter into any transaction with Andreas Capital S.A or any of its affiliates. The information contained in this document has been compiled from sources believed to be reliable, and is published for the assistance of the recipient, but is not to be relied upon as authoritative or taken in substitution for the exercise of judgement by the recipient.