

“The government solution to a problem is usually as bad as the problem”
Milton Friedman (1912 - 2006)

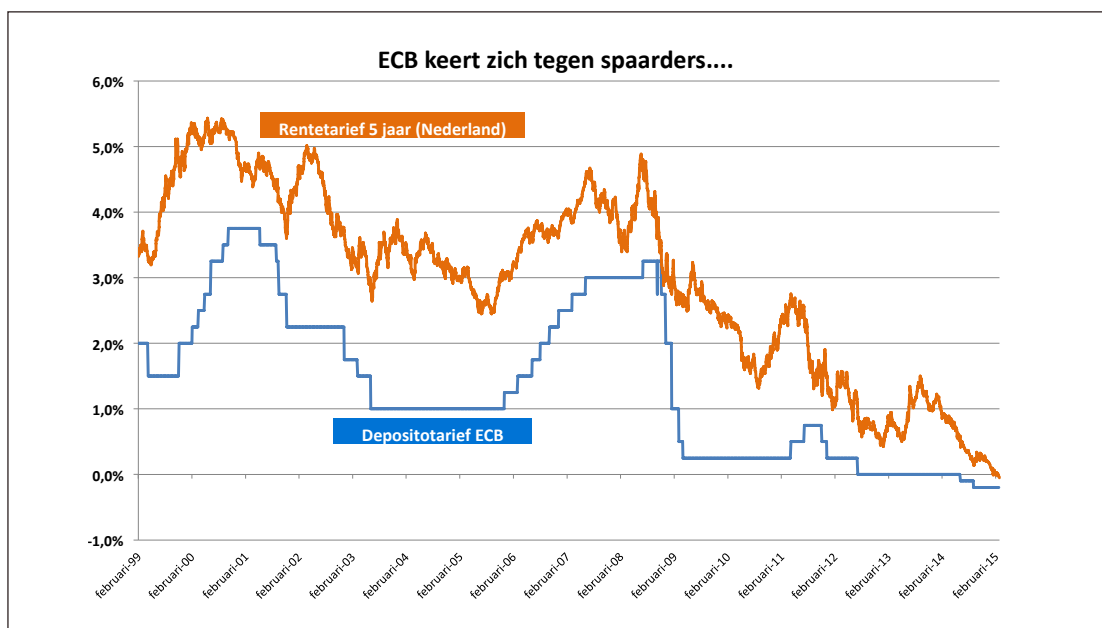


Amsterdam, maart 2015

Rentenieren was natuurlijk altijd al een werkwoord... maar het dreigt nu ook hard werken te worden. Het zeer ruime monetaire beleid dat de ECB de afgelopen vijf jaar heeft voorgestaan, maakt dat het nauwelijks nog mogelijk is om risicoloos enig rendement te maken. In de Strategiebrieff van deze maand gaan we dieper in op de mogelijke lange termijn gevolgen van het beleid van de ECB en de wijze waarop wij hier met ons beleggingsbeleid op inspelen.

In de eurozone zijn de gevolgen van de financiële crisis, zes jaar na dato, nog steeds tastbaar. De werkloosheid is hoog, net als de overheidstekorten. De geschiedenis leert echter dat deze economische ongemakken zich vanzelf oplossen als het economische herstel doorzet. Een gevolg van de crisis dat minder aandacht krijgt maar mogelijk structureler van aard is, is de wijziging in het DNA van de ECB. Hoewel de ECB formeel nog steeds als mandaat heeft om de prijsstabiliteit in de eurozone te bewerkstelligen, lijkt de wijze waarop zij dit mandaat uitlegt te zijn veranderd.

Van een gerenommeerd **inflatiebestrijder** is zij verworden tot **inflatiemaker**. Waar de ‘inflatiepijngrens’ van de ECB tot voor kort op twee procent lag, wordt nu het volledige wapenarsenaal uit de kast getrokken om de inflatieverwachting op twee procent te krijgen. Op de financiële markten is de afgelopen maanden welhaast euforisch gereageerd op het voornemen van de ECB om de kaders van haar monetaire instrumentarium nog verder op te rekken. Voor spaarders zijn de druiven echter zuur. De spaarrente zal nog verder onder druk komen te staan.



Op de vraag waarom de ECB haar mandaat nu diametraal anders invult, komen we in een latere Strategiebrieft wellicht nog eens terug. De boodschap uit Frankfurt is echter duidelijk: geld moet rollen. Spaarzaamheid dient ontmoedigd te worden. De legitimatie die ECB-voorzitter Mario Draghi hiervoor geeft, het bestrijden van deflatie, lijkt ons wat 'dun'. Deflatie is immers niet per se slecht. De Zwitserse economie heeft de afgelopen twintig jaar prima gepresteerd terwijl het algemeen prijspeil stagneerde of zelfs gedurende langere perioden daalde. Deflatie zet aan tot innovatie. De technologiesector is hiervan een vitaal voorbeeld!

De quote van Nobelprijswinnaar Milton Friedman (zie kop van deze Strategiebrieft) zou ook best op de deflatiebestrijding door de ECB van toepassing kunnen zijn. Alle goede bedoelingen ten spijt, is het namelijk niet ondenkbaar dat de ECB de deflatoire tendensen slechts vergroot. Aangezien de bevolking van de eurozone aan het vergrijzen is, ziet een groeiend deel van de bevolking zich geconfronteerd met dalende pensioen- en/of rente-inkomsten. Het valt nog maar te bezien of deze groep meer gaat consumeren terwijl hun inkomsten dalen. Ook aan de aanbodzijde van de economie kan het beleid ongewenste effecten sorteren. Doordat geld niet langer schaars is, wordt het 'survival of the fittest'-element uit het systeem gehaald. Het proces van creatieve destructie, waarbij niet levensvatbare initiatieven verdwijnen en zo ruimte scheppen voor 'winnaars', raakt daardoor verstoord. Dit kan op macro-economisch niveau leiden tot een daling van de concurrentiekracht en een stagnatie van de kapitaalsinvesteringen. Daarnaast zijn de bedrijfsmodellen van banken en verzekeraars slecht bestand tegen een langdurige periode van lage of zelfs negatieve rentevoeten. Verdere krimp van de financiële sector zal de werkloosheid slechts verder doen toenemen.

Als vermogensbeheerders gaan wij echter niet over het monetaire beleid. Wij hebben slechts te anticiperen op de kansen en bedreigingen die de centrale bankiers scheppen. En eerlijk is eerlijk, het ruime monetaire beleid heeft in de achterliggende jaren een duidelijk positieve uitwerking gehad op de beleggingsresultaten. De keerzijde van deze medaille is echter dat de aanvangsrendementen op staatsobligaties sterk zijn gedaald. De grafiek op de

eerste pagina laat zien dat het beleggen in een Nederlandse staatsobligatie met een looptijd van vijf jaar sinds kort een **negatief rendement** oplevert. Het niet voorhanden zijn van risicovrij rendement, in combinatie met de oplopende aandelenmarkten, verleidt steeds meer beleggers om maar wat meer in aandelen te gaan beleggen. Hoewel wij zeker nog goede kansen zien voor de aandelenmarkten nemen de risico's door dit gedrag wel toe. De beleggers die nu bij gebrek aan alternatief aandelen kopen, zijn mogelijk minder goed bestand tegen de volatiliteit die de aandelenmarkten nu eenmaal ook karakteriseert. De kans dat deze beleggers, bij tijdelijke koerscorrecties rustig blijven zitten, lijkt ons klein. Wij houden er dan ook rekening mee dat de koersbewegingen op de aandelenmarkt grilliger worden.

Ons inziens zijn aandelen niet het logische alternatief voor niet-renderende (staats)obligaties. Wij zien meer in diversificatie. Door het vermogen te spreiden over een groot aantal verschillende beleggingen met elk een eigen rendements- en risicoprofiel kan ons inziens nog steeds een redelijk rendement worden behaald, bij een relatief beperkt risico. Met deze gedachte in het achterhoofd hebben wij per 1 augustus jl. het beleggingsbeleid van **Optimix Income Fund**, tot op dat moment een traditioneel obligatiefonds, aangepast. Het fonds heeft nu als doelstelling om het fondsvermogen te beleggen in een **goed gespreide portefeuille van inkomsten genererende beleggingen**. Het streven daarbij is om couponinkomsten, dividendinkomsten en eventueel ontvangen optiepremies te genereren ter waarde van vier procent (jaarbasis) van het fondsvermogen. Het beoogde risicoprofiel dat wij daarbij voorstaan is dat van een defensief mixfonds (AFM-risicocategorie 3). Om dat risicoprofiel waar te kunnen maken, belegt het fonds momenteel in 47 verschillende beleggingen, variërend van staatsobligaties tot dividend genererende aandelen in diverse valuta. De resultaten over de achterliggende zeven maanden stemmen ons tevreden. Optimix Income Fund behaalde een rendement van +4,8% waarvan het 2% uitkeerde als dividend. Medio maart zal het fonds wederom een kwartaaldividend van € 0,39 per aandeel (circa 1% van intrinsieke waarde) uitkeren. Optimix Income Fund is welliswaar geen perfecte vervanger van een spaarrekening, maar het maakt het rentenieren wel wat eenvoudiger.