

Iedereen is van de wereld...en de wereld is van iedereen (Thé Lau 1952-2015)

Gisteravond heeft de Centrale Bank van de VS eindelijk een renteverhoging aangekondigd. Dit was slechts één van de vele gebeurtenissen die beleggers moesten absorberen het afgelopen half jaar. Na twee goede maanden aan het begin van het 4^e kwartaal hebben markten het in december weer moeilijk. Een teleurstellend optreden van de ECB en een ineenstorting van de olieprijs leidde tot nieuwe nervositeit. In deze mailing geven we onze visie op de maand december en kijken we vooruit op 2016. Ook lichten we de huidige positionering van de portefeuilles toe.

Inleiding

Het overlijden van de Nederlandse zanger van The Scene in juni van dit jaar viel samen met het begin van een zeer turbulente periode voor financiële markten. In juni overheerste de dreiging van een Brexit. Na een voorzichtig herstel in juli kwam in augustus de devaluatie van de Yuan. De groeivertraging van China voedde de angst voor een wereldwijde recessie en in drie dagen crashten aandelen met 15% wereldwijd. De markt kon niet op adem komen in september omdat de sjoemelsoftware van Volkswagen roet in het eten gooide. Los van deze 'events' had de markt gedurende het hele jaar al te maken met de onzekerheid van de timing van de eerste renteverhoging in de VS en een niet te stoppen daling van grondstofprijzen (dit bracht met name veel onrust op de valutamarkten).

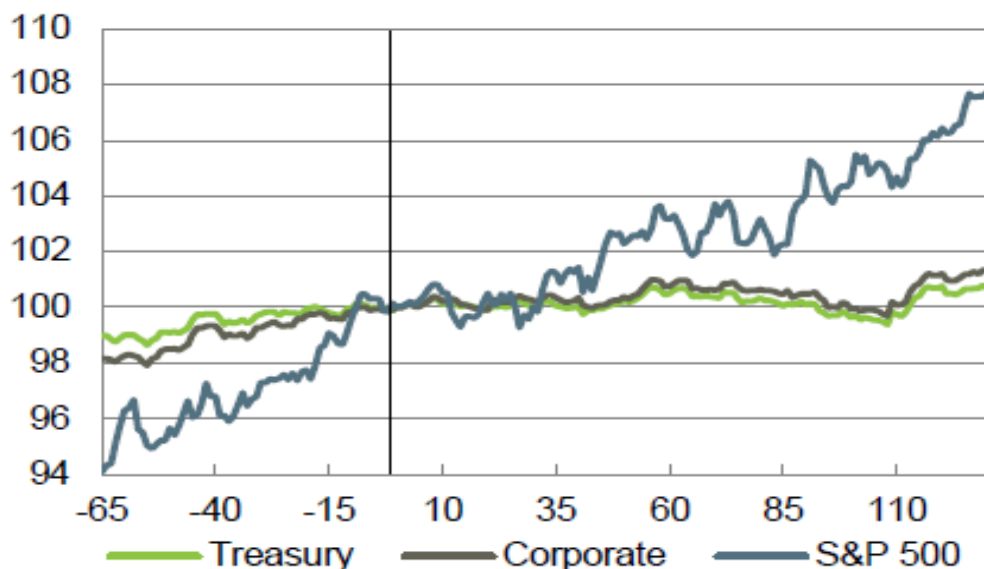
Een fors herstel van aandelenmarkten in oktober en november werd in de eerste helft van december deels teniet gedaan door teleurstelling over de aangekondigde monetaire ondersteuning van de Europese Centrale Bank (ECB) en een ineenstortende olieprijs. Kortom, voor iedereen in de wereld was het jaar 2015 een zeer onrustig en volatiel beursjaar. In deze achtste mailing van dit jaar lichten we de ontwikkelingen van december toe en sluiten we af met de positionering van de portefeuilles richting 2016.

Eerste renteverhoging in de VS...

Gisteravond heeft de Amerikaanse Centrale Bank (FED) voor het eerst in 9 jaar de rente verhoogd. Met deze verhoging van 0% naar 0,25% verlaat de FED 7 jaren van een rente op nul procent. Nu de werkloosheid is gedaald tot 5% en de inflatie richting de 2% beweegt, is de FED van mening dat de economie steeds meer op eigen benen kan staan. De FED geeft aan dat de snelheid van verdere renteverhogingen geleidelijk zal zijn en afhankelijk van economische data en internationale omstandigheden. Op dit moment verwacht de markt 3 à 4 renteverhogingen van 0,25% per keer in

2016. Dat is min of meer in lijn met de FED die zelf een beleidsrente van tussen de 1,25-1,5% voorziet aan het einde van volgend jaar.

De reactie van beleggers op deze renteverhoging is positief. Dit bevestigt namelijk de kracht van de Amerikaanse economie en financiële condities blijven nog steeds heel ondersteunend voor verdere groei. In de persconferentie volgend op het rentebesluit klonk FED voorzitter Yellen ook zeer overtuigd over verdere expansie. Deze renteverhoging hing al maanden boven de markt dus wij zijn blij dat onzekerheid eindelijk is ingeruild voor zekerheid. Vooral de heldere uitleg over het mogelijke pad van renteverhogingen het komende jaar stemt ons positief over de aanpak van de Amerikaanse Centrale Bank. Historisch gezien presteren aandelen na een eerste renteverhoging duidelijk positiever dan staats- en bedrijfsobligaties. Onderstaande figuur zet rendementen van aandelen (S&P 500) en obligaties (Treasury en Corporate) af tegen het aantal dagen voor- en na de eerste renteverhoging. Deze analyse neemt de 6 rentecycli mee van de laatste 30 jaar. We willen hieraan toevoegen dat normaliter na een eerste renteverhoging van de FED, Amerikaanse aandelen zelfs minder presteren dan aandelen uit andere regio's (gemeten in USD).



Figuur 1: Historische rendementen als de FED de rente verhoogt (bron: Source research)

...maar de ECB beweegt de andere kant op

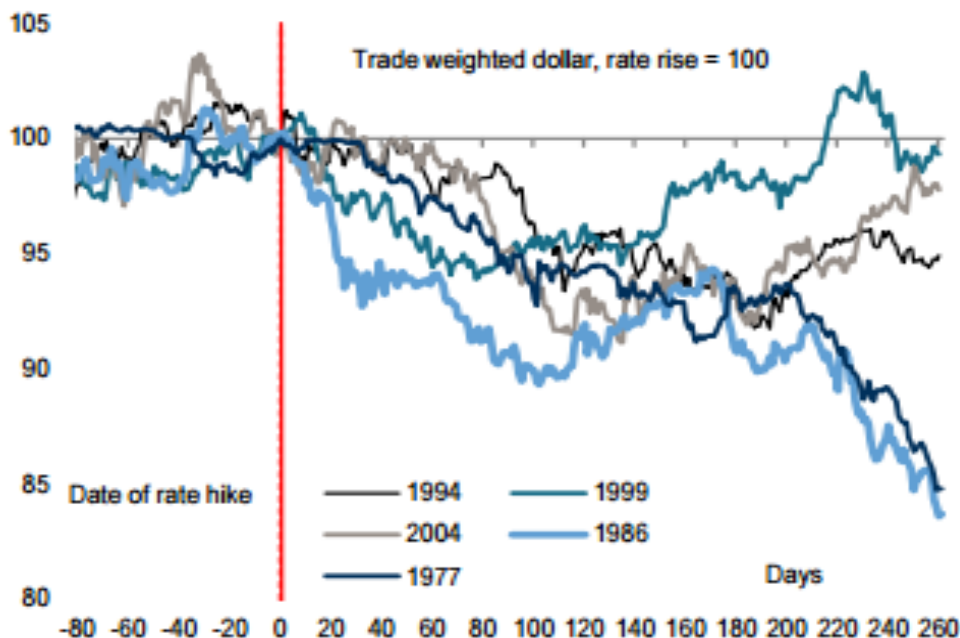
Waar de FED haar beleid gaat verkrappen zit de ECB juist op een pad van verdere verruiming. De werkeloosheid in de Eurozone is wel dalende maar bedraagt nog steeds rond de 11%. De inflatie is daarbij een stuk lager dan in de VS. Met andere woorden, de economie van de Eurozone loopt ver achter (zo'n 3 jaar) op de Amerikaanse economie en kan *nog niet* op eigen benen staan.

In januari kondigde de ECB een gigantisch stimuleringspakket aan (zie ook: 'Meer Europa' & 'Go with the Flow'). Dit pakket had met name een zeer positieve uitwerking op Europese aandelen. Na die ECB aankondiging is de economische groei in de Eurozone stabiel gebleven maar is de inflatie niet gestegen. Vandaar dat de ECB op donderdag 3 december jl. de deposito rente weer verder verlaagd heeft van -0,2% naar -0,3% en het obligatie opkoopprogramma verlengd heeft van september 2016 naar maart 2017. Bij de aankondiging van deze nieuwe maatregelen heeft de ECB de verwachting

voor inflatie in 2017 verlaagd (van 1,7% naar 1,6%). Het is daarom in onze ogen goed mogelijk dat de ECB in de tweede helft van volgend jaar verdere stimuleringsmaatregelen zal aankondigen om inflatie zo spoedig mogelijk naar de doelstelling van 2% te krijgen. Ondanks dat de markt zeer teleurgesteld reageerde op deze aankondigingen denken we dat de grotere steun van de ECB in 2016 een positief effect zal hebben op met name Europese aandelen.

Impact op valuta

Het verschil in monetaire politiek tussen de VS en Europa is duidelijk tot uiting gekomen in de EUR/USD wisselkoers. Dit jaar is de USD gestegen van 1,2140 naar 1,0825 op moment van schrijven (+11%). In 2014 liet de USD ten opzichte van de EUR ook al een grote stijging zien (+12%). Veel beleggers verwachten nu dat de EUR onder pariteit (1.00) gaat handelen de komende maanden. Wij denken daar genuanceerder over zoals we ook al in eerdere mailings hebben verwoord. We denken dat de EUR de komende periode binnen een bandbreedte van 1.05-1.15 zal bewegen en nemen deze visie mee in de opbouw van de portefeuilles. Onze visie op de USD wordt ondersteund door de performance van de USD in het verleden na een eerste rentestijging. Dit is goed zichtbaar in onderstaande figuur. Deze grafiek is weliswaar de USD tegen een mandje van valuta maar geeft toch aan dat we vanaf hier geen hele hoge verwachtingen van USD kracht hoeven te hebben. Mocht de USD inderdaad aan kracht verliezen dan worden Emerging Market beleggingen en grondstoffen in onze ogen sneller interessant. In het algemeen zijn we van mening dat de beweeglijkheid van valuta in 2016 beduidend minder zal zijn dan in de afgelopen twee jaar en daarmee bijdraagt aan een rustigere, minder risicovolle omgeving voor beleggers.



Figuur 2: USD performance na de eerste renteverhoging (bron: Credit Suisse)

Olie in december is het China van augustus

Ondanks een daling van 60% in 7 jaar van de leidende grondstoffenindex, hebben we in onze laatste mailing van eind oktober uitgelegd waarom we negatief bleven op grondstofprijzen. Sindsdien is de grondstoffenindex nog eens 10% gedaald door met name een ineenstorting van de olieprijs met 25%. Veel beleggers interpreteerden deze daling als een signaal dat de vraag naar olie sterk verminderd is (= lagere wereldwijde groei = slecht voor aandelen). Wij zien echter vooral het toegenomen aanbod als de voornaamste oorzaak van de recente grote dalingen. Zo liet de OPEC haar productie onveranderd tijdens de laatste meeting in december en stegen de Amerikaanse olievoorraden naar recordhoogten.

Tijdens de paniek van augustus en september hebben we het risico in de portefeuilles verhoogd door aandelen te kopen. Wij waren comfortabel om op die momenten risico toe te voegen omdat onze fundamentele visie op de wereldeconomie ongewijzigd was. Nu, bijna 5 maanden na die uitspraak, kunnen we voorzichtig vaststellen of dit juist is geweest. Er zijn vele fundamentele indicatoren waar wij naar kijken maar een van de belangrijkste is de index van inkoopmanagers ('Purchasing Managers Index, PMI'). Dit is een zogenaamde *leidende* indicator, dat wil zeggen dat deze index voorloopt op gerapporteerde groei. Een economie is aan de aanbodzijde opgebouwd uit een diensten- en productiesector. Voor beide sectoren wordt een PMI bijgehouden. De samenvoeging van beide indices wordt de composite PMI genoemd. Een getal boven de 50 duidt op (toekomstige) groei en een getal onder de 50 op krimp. Onderstaande figuur geeft de compositie PMI's weer van de wereld (bovenste lijn) en van verschillende regio's en landen. Wat duidelijk te zien is (ook aan de kleur) dat de angst voor een scherpe groeivertraging ongegrond was in de periode augustus-september. Het herstel van de financiële markten gedurende oktober en november werd gesteund door positieve economische data. Ook begin deze week hebben we een klein percentage aandelen bijgekocht omdat wij weer van mening zijn dat de dalingen begin december – net als in augustus – door sentiment gedreven zijn.



Figuur 3: Composite PMIs

Positionering richting 2016

Op dit moment zijn de portefeuilles met name gepositioneerd rond de visie dat:

- 1) Aandelen de komende maanden beter presteren dan obligaties. We hebben dan ook iets bovengemiddeld risico in de portefeuilles. De Groei+ portefeuille staat net boven de 60 risicopunten (gemiddeld 50) en de Waarde+ portefeuille noteert iets boven 43 punten (gemiddeld 35).
- 2) De Eurozone de meest aantrekkelijke aandelenregio is. Voor 2016 zijn we het meest optimistisch over de vooruitzichten van de Europese economie. De zwakkere euro en lagere olieprijs ondersteunt de groei, de rente is heel laag zodat investeringen gestimuleerd worden, banken lenen weer geld uit en de ECB blijft obligaties opkopen. Ook is het vertrouwen onder consumenten en producenten het hoogst in jaren en neemt de werkeloosheid af. Dit zou tot een hogere winstgevendheid van beursgenoteerde ondernemingen moeten leiden.
- 3) Emerging Market staatsobligaties een stuk aantrekkelijker zijn dan staats- en bedrijfsobligaties van ontwikkelde markten. Naast een veel hoger rentepercentage op deze obligaties denken we valutawinsten te kunnen realiseren als de USD aan kracht inboet.

Tenslotte

We leven in een wereld die door technologie en globalisering steeds meer van iedereen is. Met onze wereldwijde beleggingsaanpak kunnen wij een goede spreiding aanbrengen en inspelen op kansen die zich mondiaal voordoen. Nieuwe kansen die wij in 2016 zien ontstaan liggen waarschijnlijk op het gebied van grondstoffen en Emerging Markets. Ook zonder invulling van nieuwe kansen biedt de huidige samenstelling van de portefeuilles voldoende opwaarts potentieel om aan de doelstellingen te kunnen voldoen.

Onze beide profielen staan op moment van schrijven iets positief vanaf het begin van het jaar maar timing van stortingen en onttrekkingen heeft veel invloed gehad op individueel gerealiseerde rendementen. Omdat we de concentratie van 'events' sinds juni allemaal in korte tijd hebben geabsorbeerd denken wij dat 2016 minder risico en meer rendement gaat brengen.

We wensen iedereen fijne feestdagen en een gelukkig 2016!

Met vriendelijke groet,

Theo en Renco

info@valuedge.nl Planetenweg 5 T. +31 23 556 3196
www.valuedge.nl 2132 HN Hoofddorp M. +31 6 4635 8634