

## Hete winter

Het is tot nu toe niet alleen een hete winter wat het weer betreft. Verhitte emoties op de beurs zorgden voor een zwak slot van 2015 en een zeer slechte start van het nieuwe jaar. Een niet te stoppen daling van de olieprijs en nieuwe onrust op de Chinese beurs zorgden voor een negatieve openingsweek. De wereldwijde aandelen index daalde met ongeveer 5%. Daarentegen ontvingen we ook warme economische cijfers uit Europa en de VS in de eerste dagen van januari. Deze gebeurtenissen geven ons aanleiding om, kort na onze vorige mailing, opnieuw onze (positieve) visie op 2016 toe te lichten.

### Inleiding

Aandelen kennen de slechtste start in bijna 50 jaar. Het slechte sentiment van december is met het ontkurken van de champagne niet verbeterd. Een verdere daling van de olieprijs met 12,5% en onrust op de Chinese financiële markten leidden tot met name verliezen in aandelen. Maar de eerste beursweek kende ook positief nieuws. Zo stegen economische indicatoren in de Eurozone naar een 20-maands hoogtepunt, daalde de werkloosheid in Europa verder en publiceerde ook Amerika een zeer sterk banenrapport. Deze positieve data suggereert dat de angst voor een grote terugval van de wereldeconomie dit jaar overdreven is.

Kort na onze laatste mailing 'Iedereen is van de wereld...' van 17 december 2015 publiceren wij opnieuw onze visie. Het begin van het jaar vertoont gelijkenissen met de maand augustus van vorig jaar maar ook duidelijke verschillen. Tijdens een periode dat angst de markten domineert, zijn juist deze verschillen reden om positief te zijn over rendementen in 2016.

### Olie door het putje

De olieprijs daalde van juni 2014 tot juni 2015 met bijna 50% van \$115 naar \$62,50. Vanaf dat moment is de olieprijs nog eens gehalveerd tot \$32,80 op dit moment. We zien met name een versnelling van de daling in de laatste 6 weken zoals duidelijk te zien valt in onderstaande grafiek. Het is niet toevallig dat deze daling simultaan loopt met de daling van aandelenkoersen. Beleggers kijken met argusogen naar de ontwikkeling van de olieprijs omdat dit iets kan zeggen over economische groei en grote effecten heeft op de winstgevendheid van bedrijven in de energie- en mijnbouwsector. Met name de aandelen en obligaties in die sector hebben de afgelopen maanden zeer slecht gepresteerd. Zo daalde de oude beursliëveling Royal Dutch Shell met maar liefst 35% sinds begin juni vorig jaar. Dit is twee keer zo veel als de daling van de MSCI Europe en de AEX Index (-17%). De daling van olie in de eerste week van januari is voornamelijk veroorzaakt door tekenen dat

de balans tussen vraag en aanbod op korte termijn nog niet bereikt gaat worden. Daarin speelt China een rol zoals we hierna verder zullen uitleggen. Ook de ruzie tussen Saudi Arabië en Iran maakt het ondenkbaar dat de OPEC op korte termijn de productie gaat beperken. De warme winter tot nu toe zorgt ook voor minder vraag naar olie.



Grafiek: Verloop olieprijs over de laatste 12 maanden

We hebben eerder uitgelegd dat de lage olieprijs aan de ene kant slecht is voor energiebedrijven en olie-producerende landen maar een meevaller is voor consumenten, bedrijven in andere sectoren en olie-importerende landen. Voor een consument is dit bijvoorbeeld merkbaar aan de pomp en via lagere energierekeningen. Een voorbeeld van een bedrijf dat enorm profiteert van de lage olieprijs is Lufthansa die vandaag aankondigde €800mln te besparen op kerosine in 2016. Het lijkt er op dit moment echter op dat de positieve effecten van een lage olieprijs genegeerd worden en dat beleggers alleen oog hebben voor de negatieve effecten. De reden hiervoor ligt mogelijk in het feit dat de nadelen op korte termijn zichtbaar zijn terwijl het waarschijnlijk nog enkele maanden zal duren voordat de voordelen zichtbaar worden. Wij hebben al lange tijd een negatieve visie op grondstofprijzen. Daarom hebben we een zeer lage blootstelling in de portefeuilles naar aandelen en obligaties in de energie- en mijnbouwsector en hebben we slechts een beperkte weging naar olie producerende landen (VS, Brazilië, Rusland ).

Als de olieprijs een bodem gaat bereiken, legt dat in onze ogen ook een stevige bodem onder de aandelenmarkt. Op dat moment bieden grondstoffen en daaraan gerelateerde beleggingen goede kansen op een sterk herstel gegeven de extreme dalingen in de laatste jaren. We hebben in onze mailing over grondstoffen van eind oktober vorig jaar onze verwachting uitgesproken dat deze bodemvorming in 2016 gaat plaatsvinden.

### Opnieuw onrust op de Chinese beurs

Sinds de start van januari verloor de Shanghai Composite Index 15% en werd op twee dagen de handel gestaakt. Wat lag hieraan ten grondslag? Op 8 juli van vorig jaar stelde de Chinese toezichthouder een 6-maands verbod in op het verkopen van aandelen door grote aandeelhouders die meer dan 5% in een onderneming bezitten. Op de eerste handelsdag van januari verkochten veel

particuliere beleggers aandelen in anticipatie op het aflopen van dit verbod. De grote golf van particuliere verkopen leidden tot een inschakeling van nieuw ingevoerde regels voor handelsonderbrekingen: bij een 7% daling sluit de handel in aandelen voor de dag. Dit gebeurde op maandag 4 januari en donderdag 7 januari en leidde tot nervositeit wereldwijd. Na de tweede gestaakte handelsdag werden de nieuwe regels voor handelsonderbrekingen opgeheven en werd het verbod op verkoop van aandelen door grote aandeelhouders bijgesteld. Grootaandeelhouders mogen nu elke drie maanden maximaal 1% van de aandelen in een bedrijf verkopen. Het liberaliseren van de Chinese markten gaat duidelijk met vallen en opstaan. Het blijkt moeilijk voor de Chinese autoriteiten om beleid en regelgeving op een juiste manier aan te passen. Dat is iets waar wereldwijde beleggers de komende jaren mee moeten leren leven.

Het sentiment werd aan het begin van 2016 ook negatief beïnvloed door een verdere devaluatie van de Chinese munt (Yuan). Dit is iets dat we eerder gezien hebben in augustus van vorig jaar. De vrees is wederom dat de Centrale Bank de munt verzwakt omdat de groei van de economie sneller verslechterd. Deze angst speelde ook mee in de daling van de prijs van olie en andere grondstoffen.

We willen even teruggaan naar onze mailing “Don Yuan” van augustus vorig jaar. Daarin stelden we dat een belangrijk doel van de devaluatie van de Yuan lag in de wens om toe te treden tot het mandje van “reservevaluta” van de IMF, de zogenaamde Special Drawing Rights (SDR’s). Ook lieten we zien dat de Yuan een hele sterke munt is geweest en dat een daling dus logisch was in het licht van de kracht van de USD en een langzaam teruglopende groei in China.

Valuta	Nieuw	Oud
USD	41.7%	41.9%
EUR	30.9%	37.4%
CNY	10.9%	0%
GBP	8.1%	11.3%
YEN	8.4%	9.4%
	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Tabel: Wegingen IMF mandje van reservevaluta

Op maandag 30 november heeft het IMF besloten de Yuan (CNY) op te nemen in een mandje van reservevaluta. Slechts één keer in de 5 jaar wordt de samenstelling aangepast om de belangrijkheid van de verschillende valuta in wereldhandelsstromen te reflecteren. De wijziging van afgelopen november was dus belangrijk, met name voor de status China. Met een weging van bijna 11% is het gelijk de derde grootste weging (zie bovenstaande tabel) in het mandje van de SDR. Zoals de tabel laat zien is de relatief hoge weging van de Yuan met name ten koste gegaan van de positie van de Euro. Deze veranderingen worden geïmplementeerd op 1 oktober 2016 en leiden op korte termijn dus niet tot grote verschuivingen. Pas vanaf 1 oktober 2016 zullen Centrale Banken hun reserves gaan her-alloceren wat betekent dat ze in principe meer Yuan en minder Euro gaan aanhouden. Centrale Banken zullen alleen bereid zijn dit te doen als de waarde van de Yuan de economische werkelijkheid beter reflecteert en de munt vrijer verhandelbaar is. Verdere liberalisering van de kapitaalmarkten van China in de komende maanden past geheel in dit plaatje.

Tot nu toe dit jaar is de Yuan met minder dan 2% gedaald ten opzichte van de sterke USD en zo'n 3,7% in de laatste drie maanden. Wij vinden dit een zeer kleine daling, zeker als we dit afzetten tegen de depreciatie van de Euro en het Britse Pond in dezelfde periode. De Euro verloor in de laatste 3 maanden 3,3% tegen de USD (>20% in de afgelopen 2,5 jaar). Het Britse Pond daalde bijna 5% in waarde tegen de USD in de afgelopen 3 maanden. Wij lezen daarom nog steeds niet meer in de daling van de Yuan dan een hele sterke valuta die minder sterk wordt onder invloed van een zwakkere economie. Bovendien zit de Yuan in een transitie naar meer markt gedreven prijsvorming. Het is daarbij in het belang van China dat die aanpassing geleidelijk verloopt.

#### Verschillen met augustus vorig jaar

Tijdens de onrust na de devaluatie van de Yuan van vorig jaar augustus waren er extreme valuta bewegingen te zien. Dit is in de eerste beursweek niet het geval geweest. De USD Index (USD tegen een mandje van meerdere valuta) is onveranderd dit jaar. In onze laatste mailing schreven we dat we verwachten dat valuta juist in rustiger vaarwater komen in 2016. Het koersverloop van de eerste week lijkt deze mening te ondersteunen. De grote bewegingen van de laatste jaren lijken een beetje te ver doorgeschooten.

Een tweede verschil met augustus van vorig jaar is het absolute niveau van de olieprijs. Doordat de olieprijs nu \$32,80 noteert en geen \$48 zoals in augustus vorig jaar, staan we beduidend dichterbij het niveau waar historisch een bodem wordt gevonden (\$20-25).

Lagere koersen van aandelen zijn een derde verschil. De Shanghai Composite Index is bijvoorbeeld 40% gedaald vanaf het moment dat wij winst namen in Chinese aandelen in juni 2015 (zie mailing “我有恐高症”). Ook de andere regio's hebben de winst van begin 2015 ingeleverd om het jaar af te sluiten met een mager rendement. Deze dalingen hebben er mede voor gezorgd dat de rendementen van aandelen het afgelopen jaar ver onder gemiddeld zijn geweest (zie onderstaande tabel). De wereld index kon slechts 1.8% toevoegen ten opzichte van een historisch gemiddelde van 8.2%.

	1-jr	3-jr	5-jr	10-jr	Gemiddeld
<b>Wereld</b>	1,8%	13,7%	10,9%	7,1%	8,2%
<b>VS</b>	1,3%	17,4%	16%	10,4%	9,4%
<b>Europa</b>	5,4%	11,8%	8,8%	5,6%	7,4%
<b>Japan</b>	10,3%	29%	17,1%	1,35%	10,9%
<b>Emerging mkts</b>	-5,4%	1,2%	1,3%	8,5%	n.a.

Tabel: Historische jaarlijkse rendementen in lokale valuta afgezet tegen gemiddelde rendementen vanaf 1900  
(Bron: Source & Credit Suisse Global Investment Returns Sourcebook)

Het laatste en misschien wel belangrijkste verschil is gelinkt aan het positieve nieuws dat ook in de eerste beursweek naar buiten kwam. Het herstel van de Europese economie zet door wat zichtbaar is op verschillende vlakken. De VS hebben in december de rente verhoogd omdat de economie sterk genoeg werd geacht. Dit wordt bevestigd in de eerste week van januari. Kortom, een iets sterkere wereldgroei van 3% in 2016 is nog steeds het meest waarschijnlijke scenario voor ons.

## Tenslotte

De snelle daling van aandelen en de olieprijs bij terugkeer na de kerstvakantie lijken sterk op een mentaliteit van eerst schieten en dan vragen stellen. Voor ons betekenen deze heftige bewegingen dat we sneller een nieuw evenwicht gaan bereiken. Bovendien zien we dit jaar geen grote negatieve verandering in de wereldgroei, iets wat aandelenkoersen wel impliceren. In perioden van angst wordt slecht nieuws aangedikt en goed nieuws genegeerd. In perioden van euforie gebeurt het tegenovergestelde. We zijn positief over 2016 ondanks een negatieve start van het jaar. Zoals 2015 duidelijk liet zien, bestaat een beleggingsjaar ook uit 4 kwartalen en 52 weken. Vorig jaar was er aan het begin bijna geen negatieve belegger te vinden en waren de rendementen uiteindelijk zeer mager. Aan het begin van dit jaar bevinden we ons in een omgekeerde wereld: beleggers met een positieve blik op 2016 zijn een uitzondering.

Beleggen is het managen van risico en rendement. Het voorkomen van grote schade aan de portefeuilles speelt een belangrijke rol. Door onze negatieve visie op olie en andere grondstoffen hebben we de daaraan direct gerelateerde schade grotendeels weten te vermijden. Een periode van onder gemiddelde rendementen in aandelen gekoppeld aan een lage risicobereidheid wordt meestal gevolgd door een periode van boven gemiddelde rendementen. Wij denken niet dat de daling van aandelenkoersen lang zal aanhouden. We houden vast aan de positionering van de portefeuilles waarin we een iets hogere aandelenweging hebben dan gemiddeld in de beide profielen. De snelle beweging van de olieprijs betekent volgens ons ook dat aandelen sneller een bodem zullen vinden. Bovendien komt het moment snel dichterbij dat grondstoffen zo goedkoop zijn geworden dat het opnemen van grondstof gerelateerde beleggingen de risico-rendementsverhouding van de portefeuilles verbetert.

Met vriendelijke groet,

Theo en Renco

[info@valuedge.nl](mailto:info@valuedge.nl) Planetenweg 5 T. +31 23 556 3196  
[www.valuedge.nl](http://www.valuedge.nl) 2132 BN Hoofddorp M. +31 6 4635 8634