

Witte Zwaan

Ondanks het herstel van de laatste dagen zijn financiële markten nog niet in rustig vaarwater beland. Vorige week bereikte het negatieve sentiment een voorlopige climax toen olie even \$27 aanraakte. De afgelopen weken zien wij in de media verhalen van doemscenario's die een herhaling van 2008 voorspellen. Wij houden vast aan onze positieve visie en hebben gisteren high yield obligaties en Europese aandelen toegevoegd aan de portefeuilles. In deze mailing lichten wij deze stappen toe en leggen we uit waarom wij dit goede tijden vinden om geld aan het werk te zetten.

Inleiding

Sinds onze mailing 'Hete Winter' van 11 januari zijn de markten pas de laatste dagen wat hersteld maar nog steeds onrustig. Vorige week woensdag had olie even zijn paniekmoment toen \$27 per vat werd aangetikt. In de dagen erna is er sprake van een herstel tot \$31. Op dit moment is het rendement op vrijwel alle beleggingscategorieën negatief ten opzichte van 12 maanden geleden. Veel koersen zijn al langere tijd aan het dalen en dat nodigt uit tot negatieve opinies in de media. Deze maand komen uit verschillende hoeken waarschuwingen dat we aan de vooravond staan van een nieuwe financiële crisis zoals in 2008. Wij zullen in deze mailing uitleggen waarom we deze waarschuwingen met een korreltje zout nemen.

Het huidige extreme negatieve sentiment heeft, in onze ogen, veel koersen ver onder fundamentele waarden gedreven. In de eerste weken van het nieuwe jaar is er ook positief nieuws geweest. Leidende economische indicatoren duiden nog steeds op groei en de recent gepubliceerde resultaten en vooruitzichten van met name Europese bedrijven (bijv. Unilever, Siemens, Ahold, Philips en ASML) zijn ronduit goed te noemen. Wij grijpen de dalingen van de afgelopen weken aan om high yield obligaties en Europese aandelen aan de portefeuilles toe te voegen. We lichten onze keuzes in deze mailing toe.

Nassim Taleb: zwarte zwaan

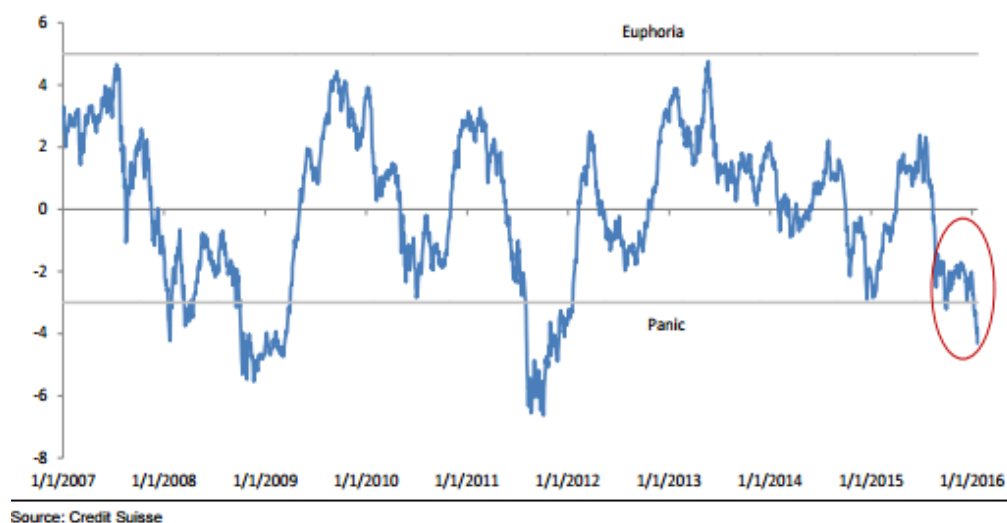
In 2007 publiceerde Nassim Taleb het wereldberoemd geworden boek *Black Swan, The impact of the highly improbable*. Hij schreef in dit boek over de effecten van "het onwaarschijnlijke", waarbij de zwarte zwaan symbool staat voor onvoorspelbare gebeurtenissen. In de statistiek wordt zo'n kleine kans aangeduid als staartrisiko en als zodanig zeer beperkt meegewogen in bijvoorbeeld risk-management modellen van banken. De financiële crisis van 2008 was zo'n zwarte zwaan. Er zijn de laatste maand meerdere mensen die voorspellen dat we een herhaling krijgen van de financiële crisis van 2008. Dit zou betekenen dat we in korte tijd weer een zwarte zwaan gaan tegenkomen. Eén van

de verklaringen van de angst voor een herhaling van 2008 is dat economieën nog steeds aan het herstellen zijn van de diepe wonden van de financiële crisis. Beleggers zijn nog steeds geconditioneerd om forse dalingen in aandelen te associëren met de financiële crisis. Wij zien in de huidige marktomstandigheden echter nauwelijks parallellen met 2008. Waarom?

In de aanloop naar de crisis van 2008 was er sprake van een sterke economische groei wereldwijd die bovendien door alle regio's werd gedragen. Praktisch alle beleggingscategorieën handelden op historisch hoge waarderingen en beleggerssentiment was zeer euforisch. Marktcondities van nu staan haaks op die van 2008 en in onze ogen kun je, in het Engels, geen 'bust' krijgen zonder 'boom'.

De crisis van 2008 begon als een kredietcrisis (via "rommelhypotheken" in Amerika) die de zwak gekapitaliseerde bankensector in het hart raakte. Diverse overheden moesten ingrijpen om hun banken overeind te houden met steun van belastingbetalers. Consumenten en overheden reduceerden vervolgens hun schulden door te bezuinigen op uitgaven. De wereldeconomie raakte in een diepe recessie en aandelenkoersen halveerden. Centrale Banken grepen naar onorthodoxe middelen zoals een rente van 0% en het opkopen van obligaties om groei te stimuleren. De crisis van 2008 was mondiaal en kende slechts verliezers.

De huidige 'crisis' wordt in onze ogen veroorzaakt door een dramatische 75% daling in de prijs van olie. Deze energiecrisis raakt met name olieproducerende landen en energie gerelateerde bedrijven. De olieproducerende landen passen nu hun uitgaven snel aan en sommige landen zullen wellicht hun economie volledig moeten herstructureren. De bedrijven die actief zijn in de energiesector reduceren hun investeringen in rap tempo en snijden in de lopende kosten. Velen zullen overgaan tot een verlaging van dividend voor hun aandeelhouders. De lage olieprijs kent dus verliezers maar op wereldniveau zijn er, in tegenstelling tot de financiële crisis, minstens evenveel winnaars. Grote olie-importerende landen, zoals China, India en de Europese Unie, zijn plotseling honderden miljarden minder kwijt voor hun energie behoefte. Veel bedrijven en consumenten die grondstoffen gebruiken zien ineens de kosten fors dalen. Per saldo is het effect van een grote daling van de olieprijs historisch gezien altijd positief geweest voor de wereldeconomie.



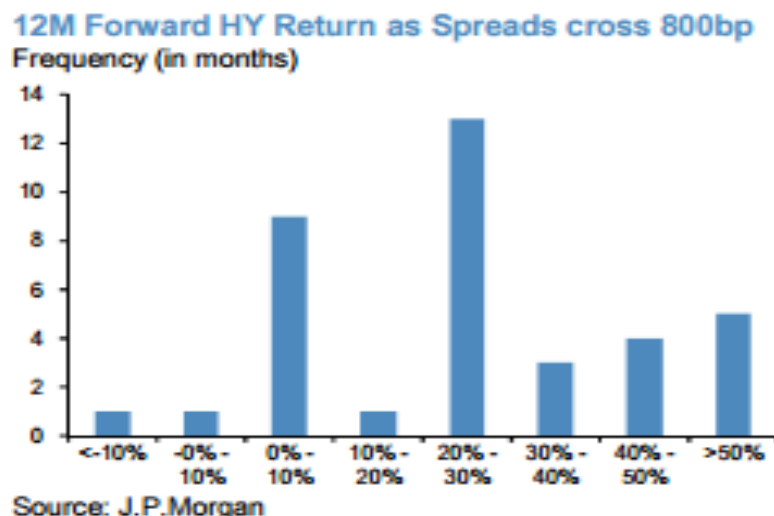
Figuur 1: Global Risk Appetite Indicator

Negatief sentiment in perspectief

Wij vinden de dalingen van januari voor de meeste beleggingen nog steeds vooral tactisch van aard en niet fundamenteel. Wij gebruiken meerdere sentimentsindicatoren en vorige week stonden al deze indicatoren op extreme paniek. Onze favoriete indicator, de Risk Appetite Indicator van onze oude werkgever Credit Suisse, laat hierboven zien dat het sentiment niet alleen vorige week een enorme angst weerspiegelde maar al bijna een half jaar tegen paniek (-3) aanschurkt. Dit beeld is consistent met veel risicovolle beleggingen die al langere tijd in waarde dalen. Vorige week noteerde deze indicator -4.3 en dat is niet heel ver van de niveaus die tijdens de EMU schuldencrisis en de crisis van 2008 zichtbaar waren. Historisch leidt een periode van grote paniek in deze index een blijvend herstel in van de koersen van risicovolle beleggingen en is dus voor ons een signaal om (gefaseerd) risico toe te voegen aan de portefeuilles.

Wij hebben al vaak aangegeven dat beurscorrecties heel normaal zijn. Zo kent bijna ieder jaar een correctie in aandelen van 10-15%. In ongeveer zes van de tien jaren met een correctie van meer dan 10% eindigt het betreffende kalenderjaar nog steeds met een positief rendement. Op moment van schrijven staat de MSCI Wereld aandelenindex op -8% voor januari. Dit is op zich niet heel ongewoon buiten het feit dat we nog nooit zo'n slechte start van een jaar hebben gehad en dat deze verliezen zich stapelen op de negatieve decembermaand.

Bij Valuedge maken wij gebruik van dynamische asset allocatie met ruime bandbreedtes. Dat stelt ons in staat om de portefeuilles aan te passen aan veranderende fundamentele- en tactische omstandigheden. Op momenten van hoogconjunctuur en euforie bouwen we risicovolle beleggingen af en op momenten van laagconjunctuur en paniek voegen we deze juist toe aan de portefeuilles. Deze aanpak heeft over lange tijd zijn waarde bewezen. Aangezien we (fundamenteel) positief blijven over de ontwikkeling van de wereldeconomie en de koersdalingen in onze ogen met name gevoed worden door extreme paniek (tactisch) hebben we gisteren meer risicovolle beleggingen aan de portefeuilles toegevoegd. Het defensieve Pimco Unconstrained Bond fund, dat ongeveer een 6,5% weging had, heeft plaats gemaakt voor twee nieuwe fondsen:



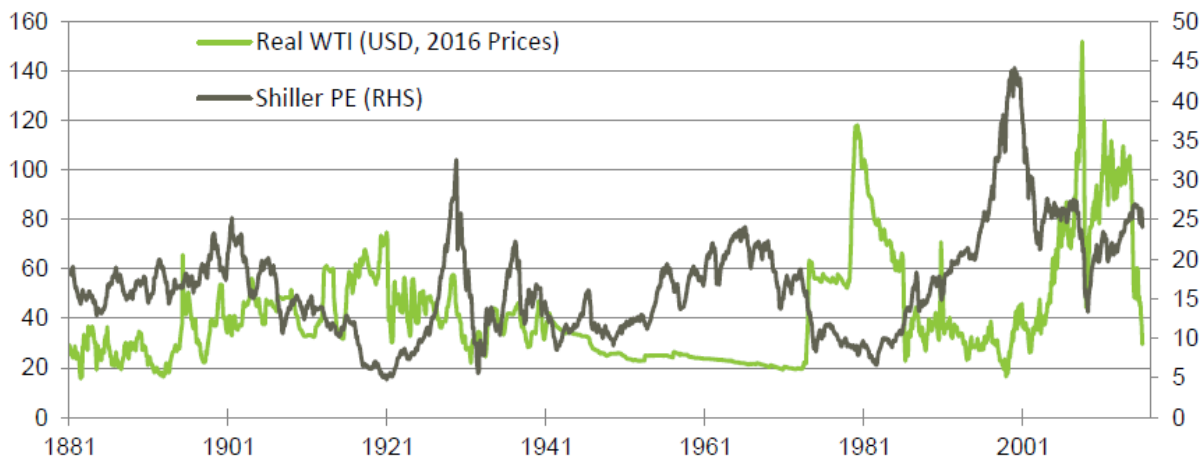
Figuur 2: 12 maands HY rendementen als spreads boven 8% noteren

1. Pimco Global High Yield bond fund (obligaties)

Wij hebben het afgelopen jaar bijna geen exposure gehad naar high yield bonds (= obligaties met hoge rente maar lagere kredietwaardigheid). Sinds midden 2015 zijn deze obligaties met meer dan 10% gedaald doordat de risico opslag ('spread') ten opzichte van staatsobligaties is opgelopen van 4,5% tot meer dan 8%. Beleggers eisen nu meer compensatie omdat zij het faillissementsrisico hoger inschatten. Bovenstaande figuur geeft een interessant beeld van de kansen die dat oplevert. Van alle momenten in de afgelopen 25 jaar (10% van de tijd) dat de spread zo hoog was als nu, hebben high yield obligaties gemiddeld 25% rendement opgeleverd in het jaar erna. De laatste keer dat high yield spreads boven de 8% stonden was in 2011 (ten tijde van de EMU crisis) en het rendement in de daarop volgende 12 maanden was +20%. De kans op een negatief rendement in de komende maanden vanaf het huidige niveau is klein en daarom vinden wij high yield obligaties aantrekkelijk geprijsd vanuit een risico-rendementsoogpunt.

De daling van de olieprijs is positief voor een meerderheid van de uitgevers van high yield obligaties omdat het de winstgevendheid en cash-flow verhoogd. Anders is dit voor energie- en mijnbouwbedrijven die te maken hebben met dalende winstgevendheid en cash-flows. De kans is reëel dat het aantal faillissementen in grondstofsectoren de komende tijd zal toenemen. Om deze reden hebben we een wereldwijd actief fonds opgenomen dat weinig blootstelling heeft naar de energie- en grondstofsector. Wij hebben van dit fonds de Euro klasse toegevoegd omdat wij denken dat de Euro later dit jaar gaat stijgen ten opzichte van de US\$.

2. JP Morgan Euroland Dynamic fund (aandelen)



Figuur 3: Olieprijs en aandelenwaarderingen (bron: Source research)

In het verleden is een lage olieprijs altijd ondersteunend geweest voor aandelenkoersen. De daling van aandelen tot dusver in de huidige cyclus is echt een uitzondering. Als we naar de figuur hierboven kijken dan is de olieprijs (Real WTI, = gecorrigeerd voor inflatie, linker Y-as) bijna terug tot niveau waar het sinds 1880 een bodem vindt (tussen \$20-25). Afgelopen woensdag was de olieprijs meer dan 75% gedaald ten opzichte van juni 2014 toen wij onze negatieve visie op olie deelde (zie

'Olie crisis'). Deze figuur laat niet alleen zien dat we historisch dicht bij een bodem zitten, het toont ook de positieve samenhang tussen hele lage olieprijsen en oplopende aandelenwaarderingen (Schiller PE, rechter Y-as). Op dit moment zijn alleen waarderingen in de VS hoog te noemen maar waarderingen in de andere regio's zijn onder gemiddeld. Wij hebben in de portefeuilles bijna geen Amerikaanse aandelen en hebben het accent gelegd op Europese en Japanse aandelen. Een olieprijs die dichtbij een bodem is, zal volgens ons met name positief zijn voor Europese en Japanse aandelen omdat deze regio's niet alleen lagere waarderingen hebben maar ook olieconsumerende economieën zijn. Voor deze regio's kan de hulp van een lagere olieprijs op geen beter moment komen. Om deze redenen hebben wij gekozen om een actief Eurozone aandelenfonds toe te voegen met nauwelijks exposure naar aandelen in de energie- en mijnbouwsector. Wij zijn ook gesterkt in onze overtuiging dat deze aandelen veel opwaarts potentieel hebben door de positieve stroom van vierde kwartaalcijfers en vooruitzichten die Europese ondernemingen recent naar buiten hebben gebracht. Pas als de olieprijs een stabielere bodem heeft gevonden, gaan wij serieus overwegen om emerging market aandelen en grondstof gerelateerde beleggingen toe te voegen.

Tenslotte

Het jaar 2008 was een uniek moment toen een hoogst onwaarschijnlijke gebeurtenis het wereldwijde financiële systeem bedreigde. Dit betekent niet dat alle correcties meteen zwarte zwanen zijn. Op dit moment zijn er al aanzienlijke dalingen geweest in veel beleggingscategorieën en is het sentiment al lange tijd zeer slecht. Nagenoeg alle beleggingen laten op een 12 maand basis een negatief rendement zien. De fundamentele vooruitzichten voor de wereldeconomie zijn voor ons niet verslechterd en door de verdere daling van de olieprijs in 2016 zijn wij eerder positiever gestemd. Wij hebben gisteren Eurozone aandelen en high yield obligaties aan de portefeuilles toegevoegd omdat we denken dat we juist nu goed beloond gaan worden voor een relatief beperkt extra risico. Wij zien de huidige marktomstandigheden als een zeer goed moment om geld aan het werk te zetten. Het kopen van al in prijs gedaalde beleggingen die in een fase van grote paniek snel nog goedkoper zijn geworden, is namelijk één van de meest veilige acties die je als belegger kunt ondernemen als je een wat langere horizon hebt. Bedenk dat de meeste zwanen nog steeds wit zijn!

Met vriendelijke groet,

Theo en Renco

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