

Wall of worry

De MSCI World aandelenindex (uitgedrukt in Euro) is sinds 11 februari 12,5% hersteld maar staat nog -5,5% vanaf het begin van het jaar. Een combinatie van factoren zorgde voor een normalisatie van het extreem negatieve sentiment. Veel aspecten van de eerste 6 weken werken nog steeds door in de berichtgeving van de media en gedachten van beleggers. Dit vormt een "Wall of worry" die in de weg staat van een verdere verbetering van het sentiment. In deze mailing bespreken we de redenen van het herstel die onze positieve fundamentele visie nog meer hebben versterkt. Desondanks hebben we vanwege het genormaliseerde sentiment het risico in de portefeuilles iets gereduceerd.

Inleiding

"Met Valuedge scores op het hoogste punt sinds ons bestaan, zullen de portefeuilles bij een lichte verbetering van het sentiment snel in waarde stijgen." (Uit: "Volgend stadium in de paniekfase", mailing van 12 februari).

De dag dat we deze laatste publicatie stuurden bleek de start van een verbetering van het sentiment en een significante stijging van aandelenkoersen. Een flink herstel in de olieprijs, beter dan verwachte economische cijfers en nieuwe maatregelen van de ECB zorgden ervoor dat de MSCI World aandelenindex met 12,5% herstelde de afgelopen vijf weken. Doordat wij in de (extreme) daling risico hebben toegevoegd, konden de portefeuilles volop profiteren van dit herstel. Op het moment van schrijven staan de portefeuilles 2-3% onder de beginstand van 2016. In deze mailing lichten we het herstel toe en plaatsen we het in context met onze visies van de afgelopen maanden. We leggen ook uit waarom we ondanks deze positieve ontwikkelingen het risico in de portefeuilles iets verlagen.

Waarom is de markt hersteld?

Het korte en bondige antwoord daarop is: omdat de markt in paniek veel te ver gedaald was. Twijfels over de economische groei in China en het onzekere effect van een aanhoudend dalende olieprijs op de economie, vormden al maandenlang de voedingsbodem voor de angst voor een wereldwijde recessie. Een recessie waar de Centrale Banken niet meer op zouden kunnen reageren omdat alle instrumenten inmiddels al gebruikt waren. Dit mondde uit in een climax van paniekverkopen op donderdag 11 februari toen Europese aandelen (met name banken) massaal van de hand werden gedaan. Maar zoals altijd gaat grote paniek over in herstel. Deze keer waren er, in onze ogen, drie redenen voor het belangrijke herstel van de afgelopen vijf weken.

1. **De olieprijs is fors hersteld** doordat een aantal grote olieproducerende landen een akkoord hebben bereikt om de productie te bevriezen op het niveau van januari. Ook zijn er tekenen dat het aanbod van Amerikaanse schalieolie verder afneemt. Al lange tijd bewegen risicovolle beleggingen en olie in grote samenhang. Dit wordt geïllustreerd in de figuur hieronder. De start van het herstel van de MSCI World aandelenindex (groene lijn) op vrijdag 12 februari valt precies samen met de start van het herstel van de olieprijs (witte lijn). Dit is exact wat wij schreven in de mailing Hete Winter van 11 januari: *“Als de olieprijs een bodem gaat bereiken, legt dat in onze ogen ook een stevige bodem onder de aandelenmarkt”*.



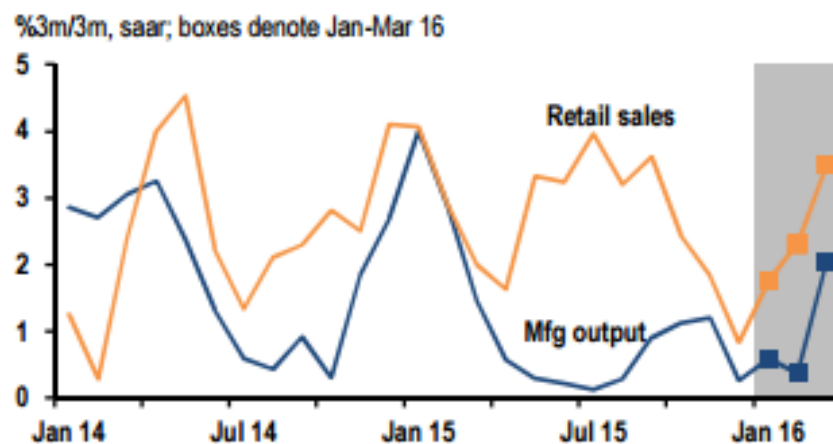
Figuur 1: Performance MSCI World (groen) en Brent olieprijs (wit)

2. **De angst voor een recessie is snel afgenomen door de publicatie van beter dan verwachte economische cijfers.** Het beeld dat cijfers over de arbeidsmarkt en industrie schetsen in de VS en Europa past bij een wereldeconomie die langzaam verder groeit en niet bij een economie die op het punt staat in een recessie te belanden. Dit was echter wel de vrees onder veel beleggers aan het begin van 2016. Wij zijn al langere tijd van mening dat de kans op een recessie in 2016 heel klein is en dat de economische groei op een laag niveau blijft voortkabbelen. Van alle cijfers die uitkwamen waren wij het meest geïnteresseerd in de consumentenuitgaven. Immers, naar onze mening krijgen consumenten door de daling van olie een dividend in de schoot geworpen. Wij denken dat dit dividend uitgegeven gaat worden en gaat bijdragen aan het herstel van de economie. We vinden dit positieve aspect van de olieprijsdaling erg belangrijk en wijden hier een aparte paragraaf aan.
3. **Vorige week heeft de ECB een zeer uitgebreid pakket aan nieuwe stimuleringen aangekondigd.** De meeste aandacht van de media en veel andere beleggers ging uit naar de verdere verlaging van de deposito rente van -0,3% naar -0,4% en het uitbreiden van het bestaande opkoopprogramma van obligaties. Het opkoopprogramma is uitgebreid naar €80 miljard per maand (voorheen €60 miljard) en nieuw is dat er nu ook ruimte is voor de ECB om *bedrijfsobligaties* aan te kopen (voorheen alleen *staatsobligaties*). Onze aandacht ging vooral uit naar het feit dat de ECB aankondigde een nieuwe koers te gaan varen. Aan het alsmal verlagen van de rente, in de verwachting dat dit via de banken leidt tot kredietgroei,

komt een einde. De ECB gaat zich meer richten op het directer stimuleren van de kredietgroei. De ECB gebruikt hier een nieuwe reeks van vier Targeted Long Term Refinancing Operations (TLTRO) voor, te beginnen in juni 2016. Afhankelijk van het reeds verstrekte krediet kunnen banken tot 30% van de kredietportefeuille geld lenen bij de ECB tegen de herfinancieringsrente (nu 0%) voor een periode van 4 jaar. Indien de banken groei in de kredietportefeuille laten zien, kan het rentetarief gezet worden op het deposito tarief (nu -0,4%). Met andere woorden: indien banken hun kredietverlening groeien, worden zij beloond door de ECB middels een **rente betaling** op het geleende deel van de ECB. Deze nieuwe koers laat zien dat kredietgroei in Europa echt de aandacht van de ECB heeft en dat banken worden gecompenseerd voor het effect van negatieve rente op de winstgevendheid. De beleidsrente zal waarschijnlijk niet verder verlaagd worden vanaf hier, maar de termijn van 4 jaar van deze TLTRO's suggereert dat de rente in Europa nog lange tijd heel laag blijft.

Consument geeft meer uit

In eerdere mailings hebben we uitgelegd dat een scherp dalende olieprijs direct een impact heeft op de economie. Bedrijven in de grondstofsector snijden snel in de kosten en investeringen wat meteen een dempend effect heeft op de groei. Daarentegen is het indirecte positieve effect via hogere uitgaven van de consument vertraagd. De vorige twee keer dat we een zelfde soort daling van de olieprijs hebben gezien in de laatste 50 jaar, duurde het 1-1,5 jaar voordat de consument het olie dividend begonnen uit te geven. Deze vertraging is makkelijk uit te leggen. Als uitgaven bij de pomp afnemen denkt een consument eerst dat het tijdelijk is. Hij zet daarom het bedrag dat hij bespaart opzij. Pas als hij na een tijdje ziet dat de uitgaven verder dalen en het geen tijdelijk effect is, gaat hij het bespaarde geld uitgeven aan andere zaken. Elke maand dat de olieprijs laag blijft, wint de consument aan vertrouwen om zijn consumptiepatroon blijvend te verschuiven. Dat is precies wat we de laatste maanden zien en wat onderstaande figuur goed weergeeft. Vanaf het einde van vorig jaar stijgen de consumentenuitgaven ('Retail Sales') in de Westerse wereld in snel tempo wat leidt tot een verbetering van de productie ('Manufacturing Output'). Wij zien in deze stijging van de uitgaven een eerste bevestiging dat het oliedividend vanaf nu wordt uitgegeven.

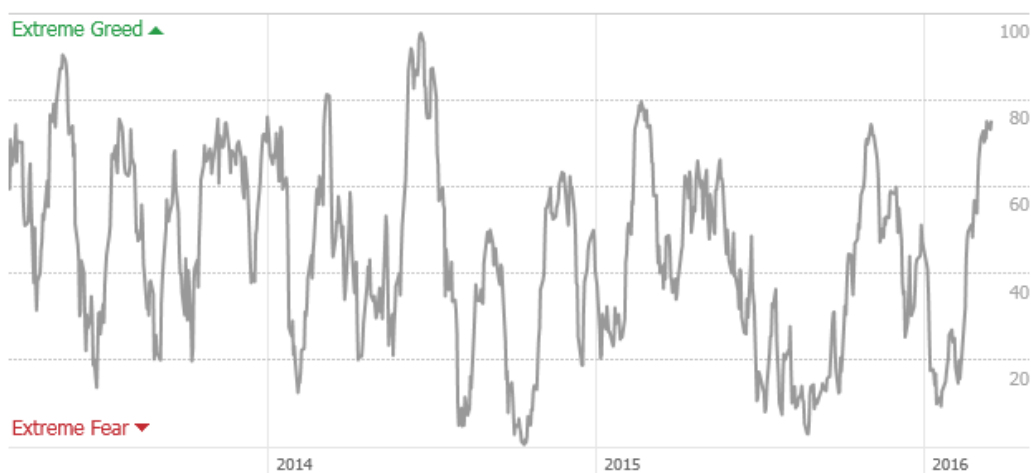


Figuur 2: DM retail sales & manufacturing output (Bron: JP Morgan)

Sinds 1960 is de gemiddelde olieprijs (gecorrigeerd voor inflatie) ongeveer \$45 geweest. Er zijn perioden van forse prijsdalingen (>20%) geweest die ongeveer 10 jaar duurden. Gemiddeld genomen daalde de prijs van olie in zo'n periode 75% en vond een bodem tussen \$20-30 (zie grafiek in 'Witte Zwaan' van 27 januari). Tot nu toe is Brent olie 8 jaar aan het dalen en noteerde op 26 januari bijna 75% lager (\$28). Nu olie 45% (!!) hersteld is sinds eind januari, denken veel mensen dat de weg omhoog definitief weer ingeslagen is. Wij denken echter dat er niet veel upside is op korte termijn omdat een hogere prijs extra aanbod uitlokt in een markt die gedomineerd wordt door overaanbod. Wij schatten in dat de gemiddelde kostprijs om een vat olie te produceren is gedaald de laatste jaren tot beneden \$25. Hierdoor wordt er op het huidige prijsniveau niet voldoende 'pijn' geleden om de productie drastisch verder terug te schroeven. Wij denken dat de olieprijs zal terugvallen tussen \$30-40. Een stabilisatie tussen deze niveaus zou volgens ons goed zijn voor risicovolle beleggingen. We zien namelijk de effecten van een lage olieprijs doorsijpelen naar consumentenbestedingen. Bovendien is een lage olieprijs in het verleden altijd goed geweest voor economische groei en aandelenwaarderingen. Een olieprijs tussen \$30-40 zou betekenen dat de sector geen extreme stress ondervindt terwijl de consument blijft profiteren.

Wijzigingen in de portefeuilles

De afgelopen 3 maanden hebben we in een periode van verslechterend sentiment (uitmondend in grote paniek) op drie momenten risico aan de portefeuilles toegevoegd. Het laatste moment was op donderdag 11 februari toen we Europese banken hebben bijgekocht. We lieten op dat moment zien dat de MSCI World, na dalingen van meer dan 20% vanaf de top, gemiddeld 20% herstelt in de volgende 12 maanden. De risicotoevoegingen in combinatie met de snelle 12,5% stijging van de afgelopen 5 weken hebben de hoge Valuedge scores van onze beide profielen verder doen oplopen. Nu het korte termijn sentiment meer genormaliseerd is (zie grafiek hieronder), leidt onze aanpak ertoe dat we – ondanks de positieve ontwikkelingen van de laatste weken – het risico gisteren iets hebben verlaagd. We hebben de risico-score in het Groei+ profiel teruggebracht van 70 naar 65 (range 20-80) en in het Waarde profiel van 48.2 naar 45 (range 10-60).



Figuur 3: CNN fear greed index, slot 16 maart (bron: CNN)

Tenslotte

In de eerste weken van het jaar hadden de media veel aandacht voor de forse dalingen op de financiële markten. Het snelle herstel van de afgelopen maand is in onze ogen onderbelicht gebleven. De paniek van begin februari ijlt nog na in de journalistieke berichtgeving. Beleggers die posities hebben afgebouwd in die periode zoeken nog steeds rechtvaardiging van hun beslissing. Het zevenjarig herstel in de VS moet toch ten einde komen? Een wereldwijde recessie is toch nog steeds zeer waarschijnlijk? Deze uitingen en gedachten zijn noodzakelijke ingrediënten voor een verder herstel. Financiële markten moeten na een paniekfase altijd over een “Wall of worry” heen klimmen. De redenen die de basis vormen van het recente herstel hebben onze positieve fundamentele visie verder versterkt. Wij vinden dit een uitstekende tijd om belegd te zijn en houden – ondanks een kleine risicoreductie - dan ook vast aan bovengemiddeld risico in de portefeuilles.

Met vriendelijke groet,

Theo van den Berghe & Renco van Schie

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