

Volare

Het jaar 2016 zat vol verrassingen. In de laatste mailing van dit jaar kijken we kort achterom, maar willen wij vooral uitleggen wat wij - op beleggingsgebied - het belangrijkste vonden in 2016. We richten ons op twee onderwerpen: het gemeten risico (dat afwijkt van een soort van gevoelsrisico) en het leeglopen van de bubbel in risico-aversie. Dat laatste houdt in dat aandelen de afgelopen 6 weken omhoog vliegen en 'veilige' beleggingen hard in waarde dalen. Tegen die achtergrond sluiten we af met een korte vooruitblik op het aanstaande beleggingsjaar.

Inleiding

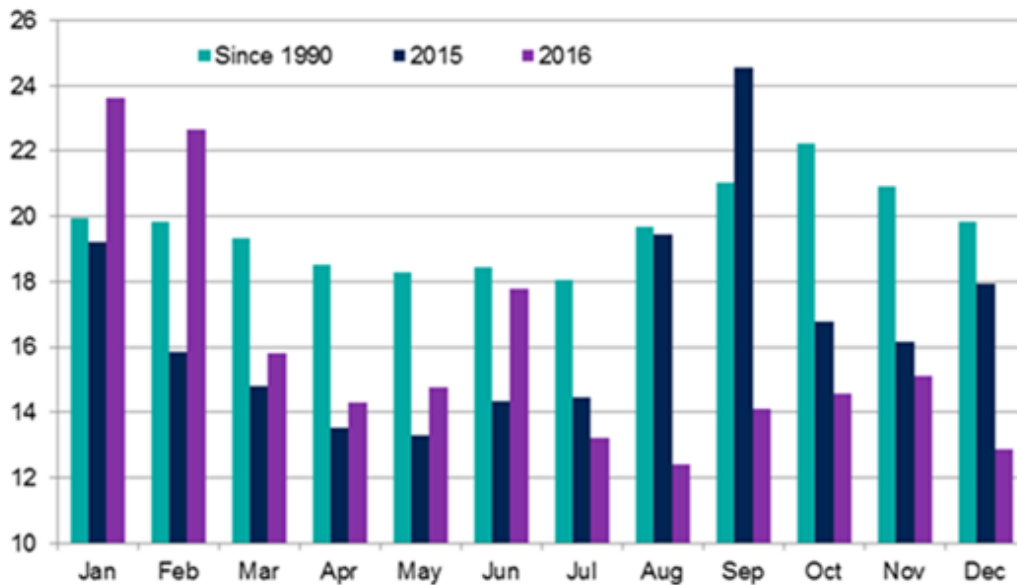
Dit beleggingsjaar was er één met vele gezichten. Een dramatische start in januari en februari was reden voor zwartkijkers om alle doemscenario's uit de kast te halen. Dit jaar zou een herhaling worden van de grote financiële crisis en je kon maar beter alle aandelen omruilen voor goud en cash. Hoe anders heeft het uitgepakt. Zelfs de Brexit kon het herstel in de economie niet breken en de verkiezing van Trump bleek de impuls die beleggers nodig hadden om de defensieve stellingen te verlaten. De maand december is voor Europese aandelen de beste maand in bijna twee jaar.

Zoals beschreven in onze mailings zijn we het hele jaar standvastig in onze visies geweest. In januari schreven we dat we, ondanks de scherpe daling van aandelenkoersen, positief waren over dit beleggingsjaar en dat we geen zwarte maar witte zwaan zagen. In de ochtend na de totaal onverwachte Brexit stelden we in "Keep Calm and Carry on" dat de daling van aandelenkoersen na zo'n gebeurtenis meestal binnen 4 weken is ingelopen. Na 3,5 week handelden aandelenkoersen weer op het niveau van voor het referendum. Voor de Amerikaanse verkiezingen beweerden we dat de kans op een overwinning van Hillary het grootst leek, maar dat bij een verkiezing van Trump de verliezen beperkt zouden blijven. De koersbewegingen na zijn verkiezing tot president bleken een nog grotere verrassing dan de verkiezingsuitslag zelf. We willen in deze 10^e en laatste mailing van dit jaar twee marktfeiten uit 2016 onder de aandacht brengen. Dit zijn onderwerpen die waarschijnlijk niet zo interessant zijn voor de media, maar die voor beleggingsportefeuilles van groot belang zijn. Afsluitend blikken we kort vooruit op het nieuwe kalenderjaar.

Minder risico, hogere rendementen in 2016

Exact een jaar geleden viel te lezen in "Iedereen is van de wereld" dat wij verwachtten dat '2016 minder risico en meer rendement' zou gaan brengen. Gevoelsmatig zullen veel mensen zeggen dat dit niet is uitgekomen. Over het rendement van de Valuedge portefeuilles kunnen we kort zijn. Het kalenderjaar 2016 was wederom een positief jaar en de performance van 2016 is een grotere plus

dan die van 2015. Onze stelling over minder risico blijkt ook juist maar dat vereist meer uitleg. In de beleggingswereld wordt risico meestal gemeten aan de hand van de beweeglijkheid (volatiliteit) van koersen. Als deze volatiliteit hoog is, is het risico hoog en vice versa. Om onze bewering van 'minder risico in 2016' te toetsen, kijken we naar de gemiddelde maandelijkse volatiliteit in 2016 en zetten deze af tegen dezelfde data uit 2015. Voor een nog completer beeld betrekken we ook het gemiddelde sinds 1990. In onderstaande grafiek staat deze analyse waarbij we de Amerikaanse VIX (Volatility Index) nemen omdat dit de meest gebruikte index is om volatiliteit te meten.



Figuur 1: Maandelijkse gemiddelde VIX in 2016, 2015 en gemiddeld sinds 1990 (bron: Source Research)

Deze figuur is overduidelijk: alleen in de eerste twee maanden van dit jaar was het risico (paars) hoger dan vorig jaar (donkerblauw) en gemiddeld (lichtblauw). De rest van het jaar was het risico, zoals gemeten via de beweeglijkheid van koersen, eigenlijk veel lager. Dit ondanks de Brexit in juni, de verkiezing van Trump in november en het 'No' van het Italiaanse referendum in december. Op grond van deze waarnemingen kunnen we stellen dat 2016 minder risico heeft gebracht dan 2015. Vanuit professioneel perspectief vinden wij dit op zich al een interessant feit maar dit zette ons ook aan het denken over de oorzaken van de volatiliteit.

De oorzaak van de hevige koersschommelingen in januari/februari was de perceptie dat een recessie aanstaande was (NB. wij hadden een andere visie en hebben toen aandelen toegevoegd). Een recessie is een feit na twee opeenvolgende kwartalen met negatieve economische groei en leidt bijna altijd tot grote schade aan beleggingsportefeuilles. Bedrijfswinsten kelderen, de werkloosheid loopt op en beleggers buitelen over elkaar heen om risicovolle beleggingen te verkopen. Gemiddeld dalen aandelen in een recessieperiode 30%. Dit is de periode dat wij met onze actieve asset allocatie weinig tot geen aandelen in portefeuille willen aanhouden. De oorzaak van de korte pieken in volatiliteit in juni en november waren onverwachte uitslagen van verkiezingen. Doordat deze gebeurtenissen geen direct negatieve impact hadden op de economische groei was deze volatiliteit

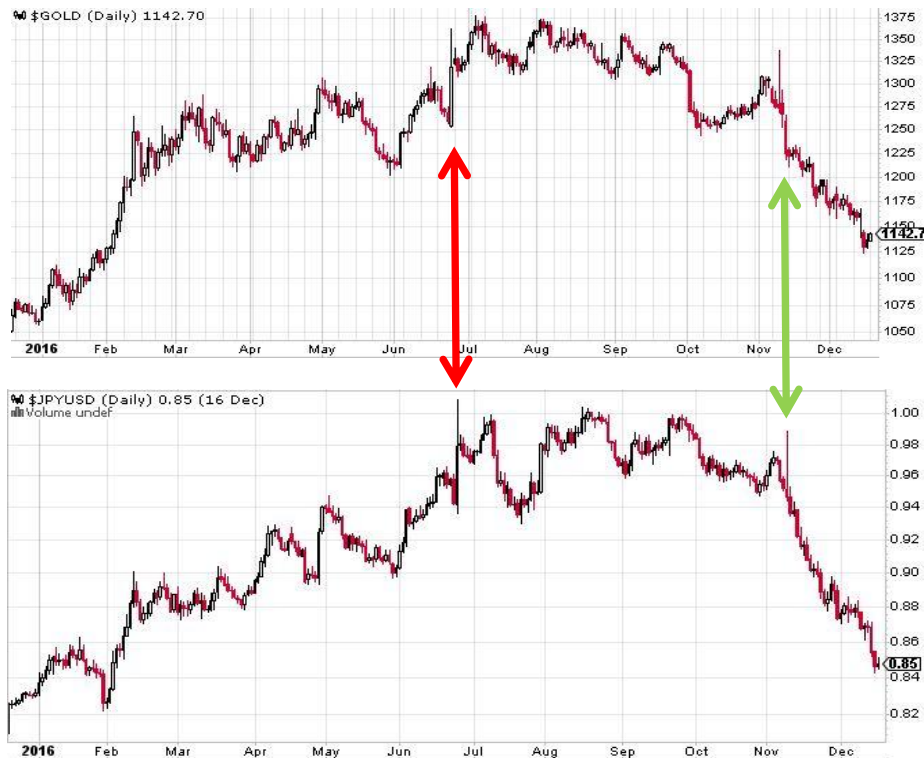
van korte duur. De koersen daalden toen ook niet zover als aan het begin van dit jaar. Als we wat dieper graven is er inderdaad een verband tussen afnemende economische groei en volatiliteit. Wij noemen dit fundamentele volatiliteit. De korte schommelingen in de tweede helft van het jaar noemen wij emotionele volatiliteit. Wij vinden dit onderscheid tussen fundamentele en emotionele volatiliteit belangrijk in een tijd waarin het mode lijkt om beleggers voor hoge volatiliteit te waarschuwen. Beweeglijkheid hoort bij beleggen en bijna elk jaar kent een periode dat aandelen meer dan 10% dalen. De oorzaak van de beweeglijkheid is een belangrijke factor om te bepalen of een daling een bedreiging of een kans is. Voor 2017 zijn wij vooral alert op de ontwikkeling van het economische momentum. De vele waarschuwingen over de risico's die de volle verkiezingskalender in Europa met zich meebrengt, bekijken wij genuanceerder. Wij houden wel rekening met grotere koersschommelingen in het nieuwe jaar. Bovenstaande grafiek laat namelijk zien dat de volatiliteit in de tweede helft van 2016 fors onder het langjarige gemiddelde zit.

Leeglopen van de bubbel in risico-aversie

Vanuit beleggingsperspectief was voor ons het meest bijzondere aan 2016 dat gedurende de zomermaanden een zeer groot gedeelte van de staatsobligaties in Europa op een negatief rendement handelden. Begin juli (na de Brexit) kon de Bondsrepubliek Duitsland voor het eerst in de geschiedenis een 10-jarige lening uitgeven tegen een negatieve rente van -0,05%. Beleggers betaalden feitelijk voor het aanhouden van deze obligaties. Het gebrek aan bereidheid om risico te nemen onder beleggers bereikte toen een hoogtepunt. Wij noemden dit de "Bubbel in risico-aversie" in onze mailing van 19 juli.

In de zomermaanden gaven we aan dat we volgens ons het dieptepunt van de rente begin juli gezien hadden en dat er een normalisatie van de risicobereidheid zou komen. We willen dit in deze publicatie illustreren aan de hand van de prestaties van 'veilige' beleggingen in 2016. Naast de 10-jarige staatsobligaties van de VS en Duitsland spreken wij meestal over twee andere 'safe havens': goud en de Japanse Yen. Goud is traditioneel een bekende veilige haven. De laatste jaren wordt ook de Yen als veilige haven gezien omdat in tijden van onzekerheid internationaal zeer actieve Japanse beleggers zich terugtrekken naar hun eigen land. Dit leidt tot het verkopen van vreemde valuta en terugkopen van hun eigen valuta. Dit drijft de koers van de Yen op.

In vorige mailings hebben we al grafieken van obligaties getoond, vandaar dat we hieronder de grafiek van goud en de Japanse Yen laten zien. Beide grafieken hebben een identiek koersverloop dit jaar, wat hun status als veilige haven bevestigt. Het hoogtepunt in zowel goud als de Yen wordt bereikt vlak na de Brexit (rode pijl). Dit is precies het moment dat wij op 19 juli de bubbel in risico-aversie noemden. Van begin juli tot aan de Amerikaanse presidentsverkiezingen begin november (groene pijl) begint deze bubbel langzaam leeg te lopen. Na de initiële schrikreactie in de vroege ochtend van 9 november, blijkt de verkiezing van Trump de aanleiding voor het uiteenspatten van deze bubbel. Goud en de Yen zijn sindsdien bijna 15% gedaald (en dus nog meer vanaf de top in juli). Deze twee grafieken laten ook duidelijk zien dat goud en de Yen nog 5-7% moeten dalen om weer terug te komen op het niveau van begin 2016. Wat dat betreft kan deze beweging nog wel even doorzetten.



Tenslotte

December was Italiaans getint. Na het referendum op 4 december verlegde de aandacht zich naar de (snelle) vorming van een nieuw kabinet en de aanpak van problemen bij Italiaanse banken. Door het 'No' van de bevolking komt daar nu op korte termijn een oplossing. Vervolgens nam de Italiaanse ECB president Draghi het heft stevig in handen door het opkoopprogramma van obligaties te verlengen en uit te breiden. De combinatie van deze factoren zorgden ervoor dat Europese aandelen, geleid door Italiaanse aandelen, gingen vliegen (of zoals de Italianen zeggen: Volare). Banken in de Eurozone zijn deze maand zelfs de best presterende sector. Na een lange periode, waarin Europese aandelen achterbleven bij vooral Amerikaanse aandelen, zijn zij begonnen aan een inhaalslag.

Op dit moment staan de sterren gunstig voor 2017. Economische groei en inflatie veert verder op, de risicobereidheid neemt toe en er lijkt een 'Wind of change' te waaien die overheden aanzet tot actie. Door de goede performance in december zijn de risicometers snel opgelopen. Ons beleggingsbeleid heeft daarom geleid tot een kleine afbouw van risico. We gaan het nieuwe jaar in met nog steeds bovengemiddeld risico en met goed momentum in de portefeuilles. We houden wel in ons achterhoofd dat de risicobereidheid van diepe paniek aan het begin van dit jaar is hersteld tot boven neutraal. Bij veranderende omstandigheden of het bereiken van de euforiezone zullen we niet aarzelen om het risico in de portefeuilles verder aan te passen. Voor nu: Volare!

info@valuedge.nl Planetenweg5 T. +31 23 556 3196
www.valuedge.nl 2132 BN Hoofddorp M. +31 6 4635 8634