

“You make most of your money in a bear market, you just don’t realize it at the time...”

Shelby C. Davis (1909 -1994)

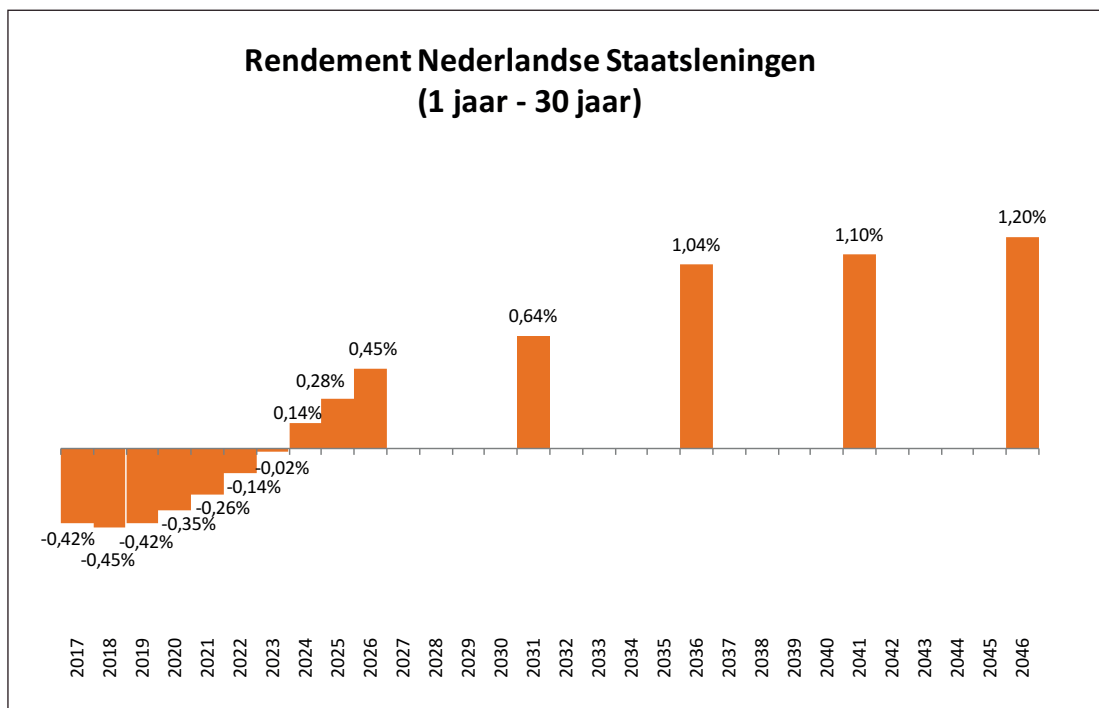


Amsterdam, februari 2016

Even leken de aandelenmarkten af te stevenen op de slechtste jaarstart sinds 1988. Op 20 januari jongstleden noteerde de MSCI All Country World Index (in euro) een verlies van ruim 10%. Gelukkig bleef het verlies, dankzij een sterk herstel in de laatste week van de maand, uiteindelijk ‘beperkt’ tot 5,9%. Als de koersen dalen, vult de financiële pers zich automatisch met ‘slecht’ nieuws. De koersbewegingen moeten immers verklaard worden, zo ook afgelopen maand. De dalende olieprijs en de economische problemen van China lijken het welhaast onmogelijk te maken dat de koersen nog kunnen stijgen. Het verleden leert echter dat de aandelenmarkten de weg omhoog al weer inslaan ruim voordat de berichten in de financiële pers verbeteren. Ervaring leert bovendien dat het (toekomstige) rendement op aandelenbeleggingen in de regel omgekeerd evenredig is aan het prevalerende sentiment.

Dat het sentiment momenteel niet goed is, kan treffend worden geïllustreerd aan de hand van de Nederlandse kapitaalmarkt. De Nederlandse staat heeft een kredietbeoordeling van AAA en behoort daarmee tot de meest veilige tegenpartijen ter wereld. Beleggers

zijn momenteel dermate risico-avers dat ze bereid blijken te betalen om hun vermogen aan de Nederlandse overheid uit te mogen lenen. In het licht van het door de ECB gedicteerde geldmarkttarief van -0,3%, valt dit voor een korte periode nog wel te begrijpen. Dat be-



leggers echter bereid zijn hun geld voor zeven jaar uit te lenen onder bijbetaling van 0,02% (per jaar!) mag toch op zijn minst opmerkelijk worden genoemd. Een 'goudgerand' verlies wordt blijkbaar geprefereerd boven een onzekere beleggingsopbrengst.

Dat beleggers kopschuw zijn geworden valt overigens te begrijpen. Nadat de aandelenmarkten in mei 2015 een 'all time high' bereikten, zijn sommige aandelenmarkten inmiddels al met meer dan 20% gedaald waardoor deze nu officieel het predicaat 'bear market' verdienen. De beer staat op de beurs symbool voor een periode van koersdaling en is de antagonist van de stier, die juist een periode van aanhoudende koersstijging symboliseert.

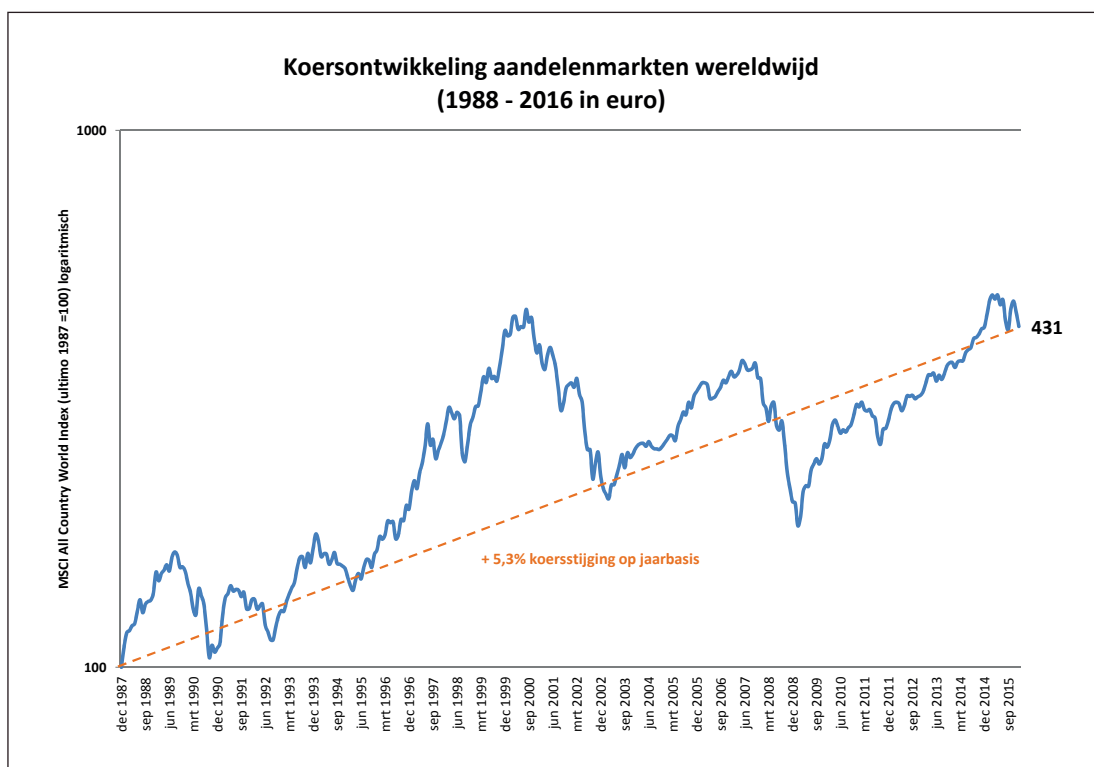
Dat perioden van voor- en tegenspoed elkaar op de beurs afwisselen wekt geen verbazing. Omdat we natuurlijk beleggen om een positief rendement te maken, is de \$ 64.000-vraag voor beleggers momenteel natuurlijk: hoe lang moeten we de slechte beurs nog uitzitten voordat de volgende 'hausse' aanbreekt? Afgelopen week lasen wij een interessant research rapport van Morgan Stanley dat op die vraag het antwoord probeert te formuleren. In het rapport met de welluidende titel "The Bear Market Almanac" zijn 43 historische 'bear markets' geanalyseerd. Op grond van tijdreeksanalyse blijkt dat een typische 'bear market' een duur heeft van 190 handelsdagen waarin koersen met circa 30% dalen. Op basis van deze analyse komt Morgan Stanley tot het oordeel dat de huidige 'bear market' nagenoeg voldragen is. Hoewel dit natuurlijk geen zekerheid biedt, geeft het wel enig houvast. Wanneer de wereldeconomie zich het komende jaar inderdaad staande houdt, zoals wij op grond van ons basisscenario verwachten, lijkt het onwaarschijnlijk dat er opnieuw een majeure financiële crisis ontstaat. Het risico op een complete 'meltdown' als in 2001 (.com crisis) of 2008 (bankencrisis) is daarmee thans beperkt. De huidige periode van koersdalingen lijkt ons inziens dan ook meer op één van die andere 41 'bear markets'. Een periode van consolidatie waarbij verwachtingen worden bijgesteld, portefeuilles worden herschikt en er weer ruimte ontstaat voor toekomstige koersstijgingen.

'Bear markets' komen dus regelmatig voor en zijn lang niet altijd gekoppeld aan catastrofale gebeurtenissen. In essentie is ons beleggingsbeleid er op gericht om in 'bear markets' een lagere aandelenweging te hebben dan in 'bull markets'. Hiermee worden twee vliegen in

één klap geslagen: 1) het meerjarige beleggingsrendement wordt verhoogd en 2) de beweeglijkheid van de beleggingsportefeuille wordt door de tijd gemeten juist verlaagd. Dit is natuurlijk makkelijker bedacht dan gedaan. Omdat er zowel op de bodem als op de top van de markt geen belletje gaat, kiezen wij er in de praktijk voor om de aandelenweging stapsgewijs te verhogen en te verlagen. Nu de laatste top van de aandelenmarkten al ruim acht maanden achter ons ligt, breiden wij onze aandelenbeleggingen weer langzaam uit. Na een eerste stap in december, hebben wij in januari wederom een stap gezet waardoor we nu zeer licht 'overwogen' zijn ten opzichte van het lange termijn gemiddelde casu quo het benchmarkgewicht.

Het kan nooit kwaad, en al helemaal niet in tijden als deze, om de 'investment case' voor aandelenbeleggingen nog één keer door te nemen. Dé reden om in aandelen te beleggen is dat hiermee letterlijk een aandeel wordt verkregen in een onderneming waarmee pro rata wordt gedeeld in het ondernemersloon: het rendement op eigen vermogen. Dit rendement wordt doorgaans gedeeltelijk uitgekeerd in de vorm van dividend en gedeeltelijk opnieuw geïnvesteerd binnen de onderneming. Door het inhouden van winst, en het extra rendement dat hier vervolgens op gemaakt wordt, stijgt het eigen vermogen van de onderneming geleidelijk door de tijd. Het dividend en de te verwachten stijging van het eigen vermogen (per aandeel) vormen samen de motor voor het 'intrinsieke' rendement op aandelenbeleggingen. Natuurlijk stijgen winsten niet altijd, er zijn immers recessies en bedrijven die hun bestaansrecht verliezen. Door de beleggingen echter goed te spreiden over ondernemingen in verschillende landen en economische sectoren, kunnen onderneming-specifieke risico's grotendeels worden weg gedi- versifieerd en kan het 'gemiddelde' ondernemersloon worden geïncasseerd. Hier is vanzelfsprekend wel wat geduld voor nodig.

Op de beurzen wordt dagelijks gehandeld in de eigendomsdelen van ondernemingen. De koersen die daarbij tot stand komen, zijn een afspiegeling van de specifieke vraag- en aanbodfactoren op dat moment. Door 'kudgedrag' van beleggers kunnen de koersen van aandelen op ieder moment sterk afwijken van de intrinsieke waarde van deze aandelen. Op de lange termijn draagt de groei van het eigen vermogen per aandeel echter bij aan een opwaartse trend in de aandelenkoersen.



Bovenstaande grafiek geeft het koersverloop van de MSCI All Country World Index (in euro) weer over de afgelopen 28 jaar. Deze index vormt een goede graadmeter voor het koersverloop op de wereldwijde aandelenmarkten. Om de koersstijgingen en dalingen door de tijd optisch vergelijkbaar te maken is de y-as van deze grafiek logaritmisch geschaald. Een daling/stijging van een centimeter geeft daardoor op ieder punt in de grafiek, ongeacht het koersniveau, dezelfde procentuele verandering weer. In deze grafiek zitten overigens de 43 'bear markets' van Morgan Stanley 'verstopt'. Dit grote aantal 'slechte' markten in deze periode laat onverlet dat de koersen gedurende deze lange periode gemiddeld met 5,3% per jaar stegen.

Helaas ontbreekt het ons aan de gegevens om het verloop van het eigen vermogen per aandeel van alle in de index opgenomen ondernemingen over deze periode in kaart te brengen. Wanneer we echter aannemen dat het gemiddelde dividendrendement over deze periode 2,5% bedroeg en hier het koersrendement van 5,3% bij optellen, resteert een samengesteld rendement van circa 8% per jaar. Dit lijkt redelijk aan te sluiten bij het gemiddelde rendement op eigen vermogen van beursgenoteerde ondernemingen.

Nu beleggers zich dermate veel zorgen maken dat ze bereid zijn om geld te betalen om het voor jaren uit te lenen, denken wij dat de risico/rendementsverhouding van aandelenbeleggingen momenteel relatief aantrekkelijk is. Het jaarlijkse dividendrendement op een mandje goed gespreide aandelen bedraagt door de sterk gedaalde koersen nu ruwweg 3%. Dit betekent dat de koersen (of het dividend) de komende zeven jaar wel erg sterk moeten dalen om er per saldo een slechtere belegging aan over te houden dan de zeventjarige Nederlandse staatslening van de eerste pagina.

Indachtig de quote die boven aan deze Strategiebrieft prijkt, hebben wij afgelopen maand de aandelenwerving binnen uw én onze portefeuilles dan ook wat verhoogd. Mogelijk zullen wij in februari nog een volgende stap zetten. Tot dusver beschouwen wij deze correctie als een reactie op de extreem gedaalde olieprijs en de (te grote) zorgen met betrekking tot de Chinese groei. Mochten wij echter het gevoel krijgen dat de stress overslaat naar het bancaire systeem en escaleert, dan zullen we niet schromen om onze koers te verleggen en de beleggingsportefeuilles wederom defensiever te positioneren.