

Nieuwsbrief

November 2011

In onze nieuwsbrief van april 2011 besteedden wij aandacht aan het dollarrisico in onze portefeuilles. Wij concludeerden toen dat wij dit risico vooralsnog niet zouden indekken. Ontelbare academische studies hebben zich beziggehouden met de problematiek van evenwichtskoersen tussen de verschillende belangrijke valuta's.

Nu het dollarbelang in de portefeuilles ongeveer 25% bedraagt, willen wij het vraagstuk van over-of onderwaardering van de dollar ten opzichte van de euro in deze nieuwsbrief eens op een niet alledaagse manier benaderen.

Echter, wat is de juiste evenwichtskoers van de dollar ten opzichte van de euro?

Om deze vraag te beantwoorden, introduceerde het Engelse weekblad 'The Economist' 25 jaar geleden de Big Mac Index. De Big Mac is een hamburger van het McDonald's concern die over de hele wereld te koop is met dezelfde consistente samenstelling en kwaliteit.

Let wel, de opzet van de Economist was om op een luchthartige wijze aan te geven of valuta's zich op hun juiste niveau bevonden, nooit bedoeld als een zuivere graadmeter van valuta-discrepanties, maar meer om de valutakoerstheorie wat beter verteerbaar te maken. Tot verbazing van de bedenkers van deze graadmeter is de Big Mac index een wereldstandaard geworden en verrassend precies gebleken in het voorspellen van lange-termijn valuta bewegingen (zodanig, dat Amerikaanse politici deze index citeerden om hun eis kracht bij te zetten voor een flinke koersappreciatie van de Chinese yuan ten opzichte van de dollar).

'Burgernomics' is gebaseerd op de het zogenaamde koopkrachtpariteitsbeginsel; de notie dat op de lange-termijn valutakoersen bewegen richting de koers die gelijk zou komen te liggen met de prijzen van een mandje goederen en diensten (in dit geval een hamburger) in welk land dan ook.

De gemiddelde prijs van een Big Mac hamburger in Amerika bedraagt \$4,07, in China slechts \$2,27. Dat wil zeggen, 44% goedkoper bij huidige wisselkoersen. Met andere woorden, de ruwe Big Mac index suggereert dat de yuan 44% is ondergewaardeerd ten opzichte van de dollar. De valuta's van Zwitserland en Noorwegen daarentegen lijken ongeveer 100% te zijn overgewaardeerd, het Engelse pond slechts fractioneel en de Japanse yen precies goed gewaardeerd.

Er zijn er die 'Burgernomics' moeilijk te verteren vinden. Hamburgers kunnen niet over de landsgrenzen worden verhandeld en prijzen worden vervormd door grote verschillen in lokale zaken als huurprijzen en salarissen. De Economist waarschuwt al sinds tijden

dat goedkope hamburgers in China niet bewijzen dat de yuan sterk is ondergewaardeerd.

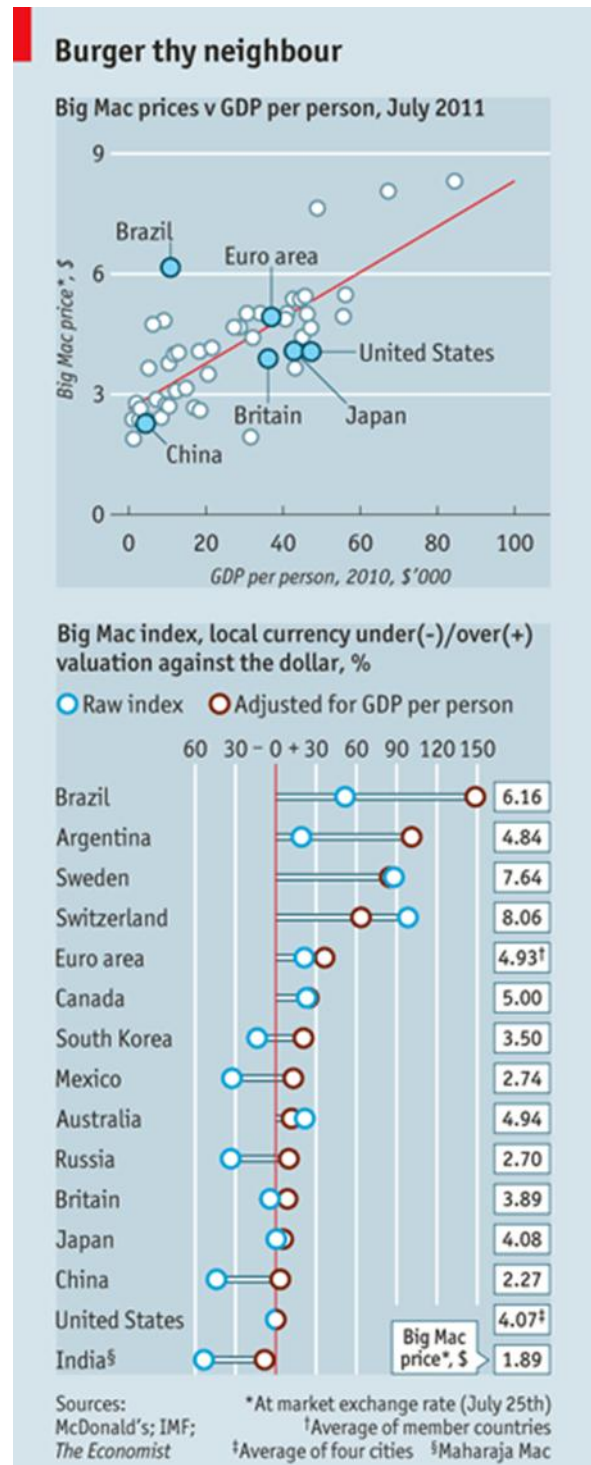
Gemiddelde prijzen moeten in arme landen moeten ook lager liggen dan in rijke landen omdat de arbeidskosten lager liggen. Zie de bovenste grafiek op deze pagina die een sterke positieve relatie weergeeft tussen de dollarprijs van een Big Mac en het Bruto Nationaal Product per hoofd van de bevolking.

De relatie tussen prijzen en Bruto Nationaal Product (BNP) per hoofd van de bevolking kan worden gebruikt om een schatting te maken over de huidige "fair value" (het redelijk geprijsd zijn) van een valuta.

Dit alternatieve recept, dat corrigeert voor BNP per capita, toont dat de Braziliaanse real de zwaarst overgewaardeerde valuta van de wereld is.

De gemiddelde prijs van een Big Mac in het Eurogebied bedraagt in dollars gerekend \$ 4.93. Volgens de ruwe index betekent dit dat de euro 21% is overgewaardeerd ten opzichte van de dollar en een flinke 36% volgens de gecorrigeerde methode (zie grafiek blauw en rood omcirkeld). Wat China betreft, de yuan ligt op gecorrigeerde wijze, vlakbij "fair value" ten opzichte van de dollar, ofschoon beide ondergewaardeerd zijn tegen vele andere valuta's.

Al met al zijn wij ten aanzien van onze Amerikaanse dollar belangen niet ongerust, aangezien deze op termijn in ons voordeel kunnen gaan werken.



Performance Amstel Capital Management.

In november daalde de AEX-index uiteindelijk met slechts 2,5 %. De maand begon slecht; de index daalde met ruim 12 % om daarna in een paar dagen weer zo'n 10 % te stijgen. Dit zijn grote bewegingen waar heel moeilijk op in te spelen is. De koersen bewegen nerveus op verwachte beslissingen van politici (die toch al niet uitblinken in visie). Om op irrationele beslissingen en bewegingen te reageren is gevaarlijk.

We houden onze grote positie vast in " long / short aandelen hedgefondsen", die in deze dalende markt een positief resultaat lieten zien. Ook de dollar zorgde voor een positieve bijdrage, zodat we de maand met een kleine (0,3 % voor het Amstel Dynamic Fund) plus konden afsluiten.

Het QAM fund, dat we al vele jaren in de portefeuille hebben, presteert niet naar behoren. Op de snelle bewegingen van de markt kunnen zij niet goed inspelen; daarom verkopen we een groot deel van onze positie in het fonds. Ook de prestaties van het Pannotia Fund vielen ons tegen; het belang is inmiddels verkocht.