



Nieuws

Creditrente weer iets omhoog

In navolging op het besluit van de ECB om de rente te verhogen, vergoedt InsingerGilissen sinds 1 april 0,75% creditrente over liquiditeiten.

Ontwikkelingen Q1 2023

De stemming op de financiële markten werd het afgelopen kwartaal vrijwel volledig bepaald door de verwachtingen ten aanzien van het rentebeleid van centrale banken. Hierbij wisselden de hoop op een spoedig einde van de verkrappingscyclus en de angst voor meer renteverhogingen en een langere periode van hoge rente elkaar af. Zo zorgden meevallende inflatiecijfers in januari nog voor sterk oplopende koersen van zowel obligaties als aandelen, maar sloeg het sentiment met het verschijnen van het Amerikaanse banenrapport begin februari om.

Centrale banken van Amerika en Europa verhoogden de rente, ondanks dat beleggers wereldwijd opnieuw twijfelden aan de gezondheid van financiële instellingen

De onderliggende groei van de arbeidsmarkt is nog steeds krachtig en vormt een duidelijk risico voor de inflatiedoelstelling. Terwijl de boodschap van de Fed en de ECB in januari nog door de markten werd genegeerd, raakten beleggers gedurende het kwartaal steeds meer overtuigd van de noodzaak van hogere beleidsrentes. Dat het monetaire autoriteiten menens is met het bestrijden van de inflatie bleek wel uit het feit dat beide centrale banken de rente in maart verhoogden, ondanks de onrust op de financiële markten.

Nadat in een paar dagen tijd maar liefst drie Amerikaanse regionale banken failliet waren gegaan, ontstond twijfel over de gezondheid van het financiële systeem en verloren aandelen van financiële instellingen wereldwijd veel waarde. Beleggers richtten hun pijlen hierbij vanzelfsprekend op de zwakke broeders uit de sector en om te voorkomen dat Credit Suisse kopje onder zou gaan, dwongen de Zwitserse autoriteiten UBS min of meer om hun concurrent over te nemen.

Ondanks de onrust en de zeer volatiele rentemarkt liepen de koersen van zowel aandelen als obligaties veelal op. Zo steeg de MSCI Europe Index in het eerste kwartaal met bijna 8% en tekende de in euro's gemeten MSCI Wereld Index een winst op van bijna 5%. Ondanks de zwakkere dollar, die met bijna 2% in waarde daalde ten opzichte van de euro, was de koerswinst voor de opkomende markten beperkt en sloot de Emerging Market Index deze periode af met een winst van nog geen 2%. Door de vlucht naar veiligheid en de toegenomen kans op een recessie daalde de rente per saldo en sloot de Europese obligatie-index het kwartaal af met een rendement van ruim 2%.

Ook de door Philipse & Co beheerde portefeuilles sloten de afgelopen periode met winst af, waarbij de aandelen iets hoger dan het marktgemiddelde presteerden en de vastrentende waarden daarbij licht achterbleven. De alternatieve beleggingen sloten het kwartaal met winst af, zij het minder groot dan bij de aandelen die veelal behoorlijk opliepen met name door een sterk kwartaal voor technologieaandelen.

Sterk achtergestelde leningen zijn veel gebruikte instrumenten van banken omdat ze als bufferkapitaal kunnen fungeren

Deze geven een relatief hoog rendement maar kunnen worden afgeschreven als niet langer aan bepaalde kapitaaleisen wordt voldaan

Het rendement van de vastrentende waarden werd gedrukt door het koersverlies van het Bluebay Financial Capital Bond Fund. Dit fonds belegt in achtergestelde bankobligaties en had last van de geforceerde overname van Credit Suisse door UBS. Geheel tegen de verwachting werden de houders van deze obligaties bij de 'overname' van Credit Suisse achtergesteld bij de aandeelhouders en zagen zij hun belegging in rook opgaan. Naast een klein direct belang in deze obligaties van Credit Suisse had het fonds van BlueBay last van koersdalingen van vergelijkbare obligaties. Nadat diverse Europese Centrale banken de markten gerust hadden gesteld door aan te geven dat houders van dergelijke obligaties van Europese financiële instellingen nooit zullen worden achtergesteld bij de aandeelhouders, trad weer enig herstel op.

Alhoewel een nieuwe bankencrisis lijkt te zijn afgewend, heeft de recente onrust de kans op een recessie wel vergroot omdat financiële instellingen waarschijnlijk terughoudender zullen zijn met hun kredietverlening. Dit is minder goed nieuws voor de economie, maar het zou er ook voor kunnen zorgen dat centrale banken sneller dan verwacht een einde maken aan de verkrappingscyclus en dat zou weer positief zijn voor aandelen en obligaties. Voorlopig zullen inflatiecijfers en uitspraken van centrale bankbestuurders in ieder geval blijven zorgen voor volatiliteit op de financiële markten.

Gedurende het kwartaal hebben er in diverse van de door Philipse & Co beheerde portefeuilles mutaties plaatsgevonden. Mede door de opgelopen rente en de geringe vergoeding op liquide middelen werd halverwege januari besloten om in de defensieve portefeuilles het JP Morgan Income Opportunity Fund te verkopen en het belang in het M&G European Credit Fund en de Nederlandse Staatslening 17/24 op te hogen. Tevens werd een deel van de liquide middelen aan deze kortlopende lening toegevoegd. Halverwege februari werd besloten om ook het belang in het M&G European Credit Fund in de gebalanceerde portefeuilles op te hogen en werd in de offensieve portefeuilles een initieel belang opgenomen. Dit fonds van M&G presteert al jaren beter dan haar benchmark en tegen zeer geringe kosten.

Gezien de voortdurende onvoorspelbaarheid van de Chinese overheid, alsmede de aanhoudende geopolitieke spanningen, hebben wij de aandelen Alibaba, Tencent en Baidu en het belang in de KraneShares CSI China Internet ETF voor onze gebalanceerde en offensieve portefeuilles in februari verkocht. De verkoopopbrengst is aan de iShares Emerging Markets ETF toegevoegd, waardoor het belang in China per saldo werd teruggebracht en de spreiding werd vergroot. Tevens werd voor de duurzame mandaten de iShares Emerging Markets ETF geruild naar de duurzame variant.

De outperformance van de V.S. en de dollar

Met uitzondering van 2022, doet de wereldwijde aandelenindex het al vele jaren erg goed en waren het met name Amerikaanse aandelen, die voor deze outperformance zorgden. Hierdoor maakt dit land inmiddels bijna 60% van die index uit. De beurzen in de Verenigde Staten presteren al 15 jaar aanzienlijk beter dan aandelenmarkten elders in de wereld en de outperformance van de S&P 500 index vergeleken met de FTSE index voor de rest van de wereld is spectaculair. De sterk gestegen dollar zorgde daarbij ook nog eens voor extra rendement voor Europese beleggers.

Eén van de redenen is dat Amerikaanse groeiaandelen aanzienlijk beter presteerden tijdens de periode van opkoopprogramma's van aandelen en lage rentes. Groeiaandelen uit de techsector hebben baat bij goedkope financiering voor projecten die in de toekomst winst moeten opleveren. Dergelijke aandelen hebben het zwaarder in een klimaat van stijgende rentes. De dominantie van de techsector is groot in de verschillende indices waar zij onderdeel van uitmaken en daarmee dus ook van de wereldindex. De top 7 techbedrijven maakt maar liefst de helft van de NASDAQ 100 index uit en deze zijn ook dominant in de S&P 500 index. Zo heeft het aandeel Apple met een weging van inmiddels ruim 4% een hogere weging dan heel China in de wereldindex. Het zijn deze techbedrijven die de afgelopen 15 jaar voor een groot deel van de performance hebben gezorgd, ook tijdens dalingen (zie tabel).

De opmars van de Amerikaanse beurs viel ook nog eens samen met een sterk gestegen dollar in diezelfde periode. Voor Europese beleggers die in de V.S. beleggen, betekende dit nog eens extra rendement. Kort geleden lag het woord pariteit nog op ieders lippen, een situatie waarbij de euro en de dollar evenveel waard zijn. Vanwege de Russische invasie in Oekraïne en de daaropvolgende energiecrisis was de dollar zelfs even méér waard dan de euro.

Ook toen de Amerikaanse Federal Reserve de rente agressiever verhoogde dan de meeste andere centrale banken in de ontwikkelde wereld, had dit een versterkend effect op de dollar. Dit verhoogde de kosten voor veel bedrijven buiten de V.S. en nog belangrijker, het trok wereldwijd kapitaal naar de V.S. aan. Nu het er op lijkt dat de Fed haar renteverhogingen vertraagt, is de dollar aan het verzwakken. Onlangs doorbrak de euro de grens van \$1,10 opwaarts.

Gedurende het eerste kwartaal vonden er in de verschillende door Philipse & Co beheerde portefeuilles diverse mutaties plaats

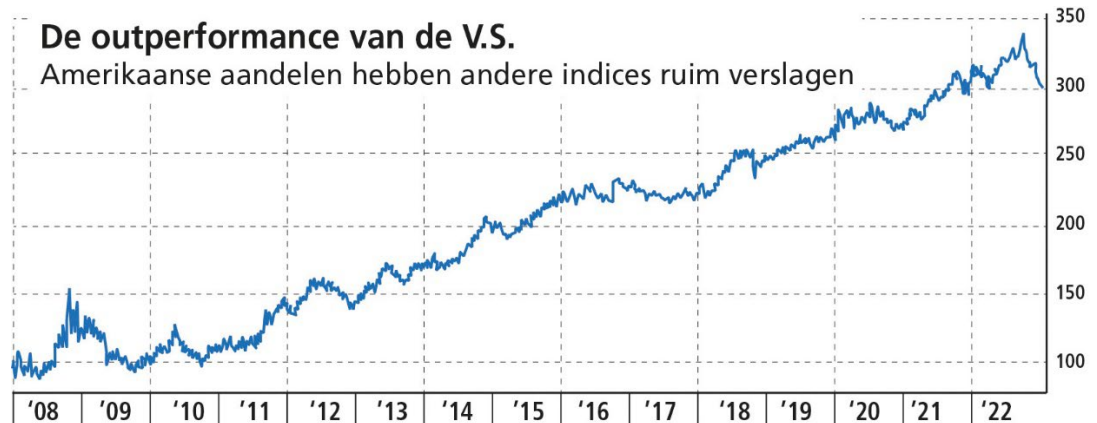
De 7 techbedrijven in onderstaande tabel droegen in 2022 voor maar liefst 11,1% bij aan het verlies van 18,1% van de S&P 500. De overige 493 bedrijven waren verantwoordelijk voor het resterende verlies van 7%

Bedrijf	Daling '22	Bijdrage S&P
Apple	-26,4%	-1,9%
Amazon	-49,6%	-1,9%
Microsoft	-28,0%	-1,7%
Tesla	-65,0%	-1,7%
Alphabet	-39,1%	-1,7%
Meta	-64,2%	-1,3%
Nvidia	-50,3%	-0,9%

In tijden van crisis fungeert de dollar vaak als veilige haven

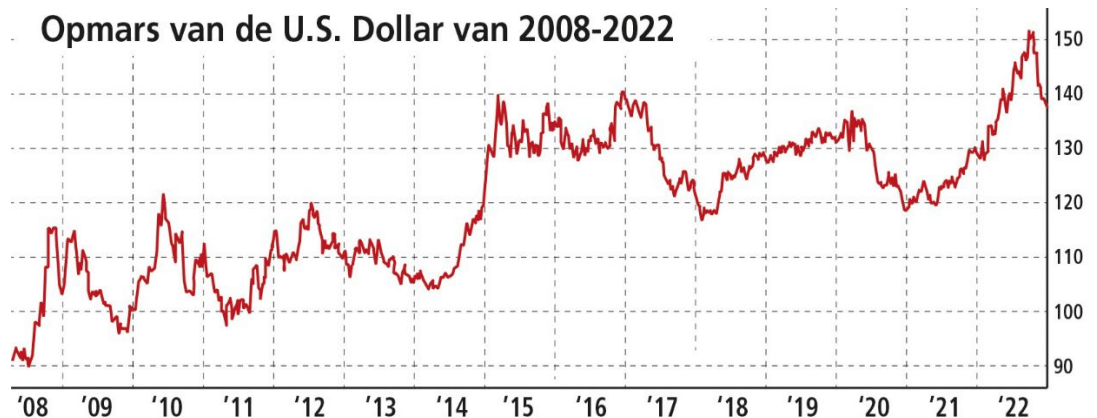
In de relatieve performance van Amerikaanse aandelen ten opzichte van de rest van de wereld zijn duidelijke cycli te onderscheiden van 5 tot 10 jaar (en nu dus zelfs 15 jaar) waarin dan weer Amerika beter presteert en dan weer de rest van de wereld. Het is verstandig om te bestuderen hoe de cycli zich in de historie hebben afgewisseld. De Amerikaanse beurs heeft sinds 2008 maar liefst 200% meer rendement opgeleverd dan de 'rest van de wereld'. Maar in de periode van 2000 tot 2008 en ook in eerdere cycli was het juist de Amerikaanse beurs die het vele jaren slechter deed. En ook als wij naar de dollar kijken, die sinds 2008 circa 40% is gestegen ten opzicht van de euro, zijn wij bijna vergeten dat het ook anders kan: in de periode van 2000 tot 2008 daalde de US dollar met circa 80%!

In de periode voor 2008 deed de Amerikaanse beurs het juist vele jaren slechter dan de aandelen van de rest van de wereld



De afbeelding toont de S&P 500 Index gedeeld door de FTSE All World Excluding United States Index. Op de y-as de outperformance in procenten. Het startpunt is 100, waarmee een stand van 300 een outperformance van 200% betekent.

Beleggers zijn inmiddels gewend geraakt aan een sterke dollar, maar in de periode van 2000 tot 2008 daalde de US dollar met circa 80%



Op de Y-as wordt de performance in procenten weergegeven van de US-Dollar sinds 2008. 2008 heeft als startpunt 100.

Naast een lage waardering hebben Japanse aandelen een negatieve netto schuld (meer cash dan schuld). Dit betekent dat die bedrijven niet gevoelig zijn voor een stijgende rente

'Mean reversion' is het op langere termijn terugkeren van koersen naar een gemiddelde van een trend. Inmiddels kent de waardering van de S&P 500 een premie van circa 40% ten opzichte van bijvoorbeeld de Euro Stoxx 600 Index of de Japanse Topix Index. Dat is zo'n beetje de grootste afwijking van de afgelopen decennia. De meer dan tien jaar durende bullmarkt in Amerikaanse (technologie)aandelen heeft een verwachtingskloof tussen de V.S. en andere landen gecreëerd zoals wij die zelden eerder hebben gezien.

Voor Europese beleggers die zich graag willen meten met de Wereldaandelen-index was dit de afgelopen jaren een lastig dilemma. Om de lange stijging van die index bij te houden, moest men meer dan de helft in Amerikaanse aandelen beleggen en daarmee tevens een groot dollarrisico accepteren. Historisch gezien is er wat voor te zeggen Amerika te onderwegen ten opzichte van de huidige weging die zij heeft in de wereldindex. Sinds nota bene de V.S. zelf de wereld in 2008 in een financiële crisis hebben gestort, hebben juist de Amerikaanse aandelen het extreem veel beter gedaan. Sinds oktober vorig jaar lijkt die trend voor het eerst sinds lange tijd enigszins te keren.