



Ontwikkelingen Q1 2020

Koersval op beurzen na aanvankelijk goede start van het jaar

Ook al lijkt het lang geleden, de financiële markten begonnen het jaar uitstekend en zetten de stijgende lijn van 2019 aanvankelijk voort. Terwijl Amerika en China de eerste fase van het handelsakkoord ondertekenden en Trump werd vrijgesproken van machtsmisbruik en obstructie van het congres, werd de negatieve berichtgeving omtrent het coronavirus in eerste instantie door veel beurzen genegeerd. Pas nadat het aantal besmettingen in Hubei, de Chinese provincie waar de uitbraak begon, voor de tweede keer sterk opwaarts werd bijgesteld en ook het aantal infecties in Zuid Korea een sprong maakte, verslechterde het sentiment snel.

De olieprijs daalde in één dag met meer dan 30%

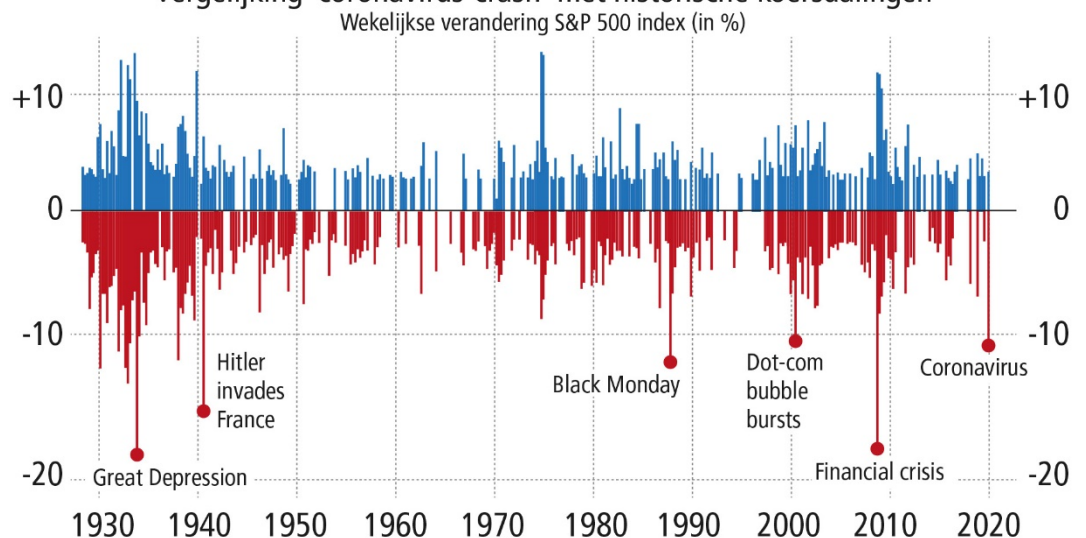
Om het virus te bestrijden besloten veel landen over te gaan tot een 'lockdown' waardoor een groot deel van de economie gedeeltelijk of geheel werd lamgelegd. De vrees voor een diepe en lange recessie maakte zich meester van de financiële markten en op dat moment kregen Saoedi-Arabië en Rusland ook nog eens ruzie over de olieprijs. De koersen van aandelen, maar ook van de meeste obligaties kwamen in een vrije val terecht. Diverse daling records uit de financiële crisis en zelfs uit de Grote Depressie werden gebroken. Centrale banken en overheden uit veel landen schoten te hulp en kondigden ongekend grote monetaire en fiscale stimuleringsmaatregelen aan.

Van hoog naar laag zakt beurs met maar liefst 36%

Na een tussentijdse winst in februari van bijna 7% en een dieptepunt van ruim -29% (een verschil van 36%!) eindigde de in euro's gemeten MSCI Wereld Index het eerste kwartaal met een verlies van 20%. Het verloop van de MSCI Europe Index en de MSCI Emerging Markets Index was vergelijkbaar en zij sloten deze periode af met een verlies van respectievelijk 23% en 22%. Ook de obligatiekoersen kenden de eerste drie maanden van het jaar een volatiele periode. Na een tussentijds hoogtepunt van +2% daalde de waarde van de Europese obligatie-index in de eerste drie maanden uiteindelijk met ruim 1%.

Koersval in maart behoort tot de grootste dalingen in de historie

Vergelijking 'coronavirus-crash' met historische koersdalingen



Alternatieve beleggingen zorgen voor bescheiden verlies binnen zakelijke waarden

De door Philipse & Co beheerde portefeuilles begonnen het nieuwe jaar goed, maar konden zich niet onttrekken aan de omslag op de financiële markten. De zakelijke waarden in de portefeuilles presteerden duidelijk beter dan het marktgemiddelde en dit werd vrijwel volledig veroorzaakt door de uitstekende resultaten van de alternatieve beleggingen. Terwijl de aandelenmarkten het kwartaal met grote verliezen afsloten, wisten drie van de vier van de door ons geselecteerde alternatieven de afgelopen periode juist met winst af te sluiten. De enige alternatieve belegging die wel een negatief resultaat behaalde was het aandelen long/short fonds Schroder GAIA Egerton dat het met -13% toch relatief goed deed.

Met uitzonderingen van de staatsobligaties van sterke landen daalden de koersen van veel vastrentende beleggingen sterk in waarde

De vastrentende waarden in de portefeuilles presteerden minder dan het marktgemiddelde. De aanvankelijke outperformance van deze beleggingen verdween door de vlucht naar veiligheid en het hard oplopen van de spreads (risico-opslag). De koersen van staatsobligaties van sterke landen liepen op, terwijl andere vastrentende beleggingen zoals bedrijfsobligaties, emerging maket debt en high yield obligaties sterk in koers daalden. Daarnaast speelde het tijdelijke gebrek aan liquiditeit een belangrijke negatieve rol bij de prijsvorming van dit soort beleggingen. Zolang het aantal defaults beperkt blijft in de door ons geselecteerde obligatiefondsen, zullen de hoge couponbetalingen en het normaliseren van de markt de komende tijd voor herstel zorgen.

Gedurende het kwartaal hebben wij meerdere transacties uitgevoerd om het risico van de portefeuilles te verminderen en liquiditeiten uit te breiden. Onder meer door de verkoop van een tweetal alternatives, een tracker op de S&P 500 en een Europees obligatiefonds beschikken we inmiddels over een behoorlijke hoeveelheid cash.

Sinds de uitbraak van het coronavirus hebben al 17 miljoen Amerikanen een werkloosheidsuitkering aangevraagd (per 12 april)

Het coronavirus en de maatregelen om het te beperken, zullen ontegenzeggelijk leiden tot een negatieve economische groei, stijgende werkloosheid, zwakke vraag, ontwrichte toeleveringsketens en meer faillissementen. De vraag is hoeveel hiervan al door de financiële markten is ingeprijsd.

Alhoewel de berichten in Europa omtrent het virus beter lijken te worden en de stijging van het aantal besmettingen, ziekenhuisopnamen en sterfgevallen in veel landen afneemt, denken wij dat het te vroeg is om weer volledig in de markt te stappen. Mede omdat Amerikaanse overheden relatief laat zijn geweest met het nemen van strenge beperkende maatregelen en veel Amerikanen niet over een ziektekostenverzekering beschikken, bestaat daar de kans op chaotische taferelen. Omdat het correct timen van de markt onmogelijk is, zullen wij een deel van de beschikbare liquiditeiten stapsgewijs investeren. Hierbij zullen wij voorzichtig te werk gaan en trachten gebruik te maken van eventuele hernieuwde onrust op de financiële markten.

Beleggen in een wereld die stilstaat

This time truly is different...

Na de langste economische expansie die ooit is opgetekend, stort de wereld economie zich in wat een van de diepste, maar ook een van de kortste recessies, zou kunnen worden sinds de Tweede Wereldoorlog. De geschiedenis van conjuncturele cycli biedt echter weinig aanwijzingen hoe de economie zich de komende zes tot twaalf maanden zal ontwikkelen, hetgeen de vooruitzichten nog onzekerder maakt dan normaal.

Het coronavirus dat zich verspreidt, is een exogene schok die de recessie veroorzaakt

Er is geen precedent en dus geen goed draaiboek voor de wereldwijde recessie die zich nu aan het ontfouten is. Recessies worden meestal veroorzaakt door een samenspel van ernstige economische en/of financiële onevenwichtigheden die tijdens een expansieperiode ontstaan, veelal door verkrapting van het monetaire beleid aan het einde van een cyclus, al dan niet verergerd door een scherpe stijging van de olieprijs. Deze keer is het geheel anders omdat de onderliggende oorzaak van de recessie buiten de economische en financiële sfeer ligt.

De Fed blaast haar balans verder op. Na de laatste ingrepen bedraagt deze meer dan 6.000 miljard dollar, een stijging van 30% in 3 weken...

Wat deze keer ook anders is, is de ongekende snelheid en omvang van de monetaire en fiscale reactie op de crisis. Beleidsmakers hebben vrijwel direct alles uit de kast gehaald om te voorkomen dat de recessie verandert in een langdurige depressie met massale faillissementen en enorme en langdurige werkloosheid.

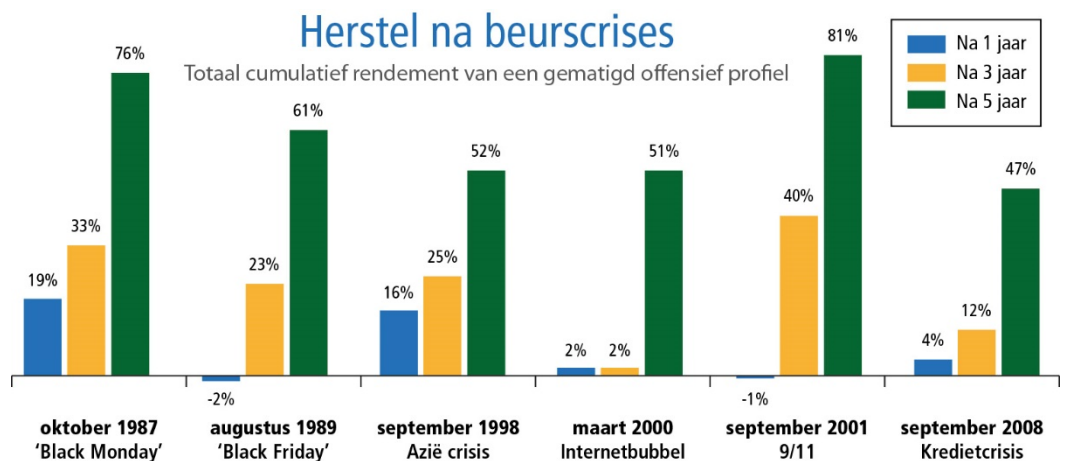
Omslag op de beurs na zeer lange expansieve periode

De korte termijn psychologische effecten op de markt, met afwisselende perioden van hoop en angst, zullen voorlopig tot verhoogde volatiliteit leiden. Los van de uitdagingen die de bestrijding van het virus met zich meebrengt, ging de aandelenmarkt deze crisis in met hoge waarderingsniveaus waardoor, zoals wij al eerder schreven, een steeds groter neerwaarts risico ontstond, ongeacht de fundamentele factoren.

Markttiming aantrekkelijke maar onbestendige strategie op lange termijn

De markt kunnen timen klinkt in dit soort markten geweldig. Volledig geïnvesteerd zijn tijdens bullmarkten en overgaan naar cash tijdens bearmarkten is vanzelfsprekend een uitermate winstgevende strategie. Helaas zijn bull- en bearmarkten echter pas achteraf waarneembaar. De markt correct timen, is buitengewoon moeilijk te realiseren, zo niet onmogelijk en niemand is er goed in (althans niet consequent). Markttiming maakt voor Philipse & Co dan ook geen onderdeel uit van het beleggingsbeleid. Beleggen en geïnvesteerd blijven is een van onze belangrijkste beleggingsprincipes. Hoewel tactische onder- en overwegingen van beleggingscategorieën of geografische regio's deel uitmaken van ons beleggingsproces, zijn onze portefeuilles over het algemeen volledig belegd. Ook al zijn eens in de zoveel jaren sterke dalingen tussentijds niet te vermijden, een goed gespreide portefeuille liet de afgelopen decennia met voldoende geduld altijd weer voldoende herstel zien.

De portefeuilles van de meest recente beurscrises lieten in de jaren direct daarna weer een sterk herstel zien



Rendementen van een portefeuille met een gematigd offensief profiel (60% aandelen, 40% obligaties).

De centrale banken hebben met hun beleid enige rust terug gebracht

Vanuit risico-overwegingen hebben wij al voor het virus uitbrak, liquiditeiten opgebouwd. Wij kozen er voor om een deel van de mogelijke verdere upside te missen om de portefeuilles te beschermen tegen een mogelijk grote daling die zich na de extreem lange expansie zou kunnen voordoen. Tevens was het de afgelopen jaren, gezien het ruime accommoderende monetaire beleid, steeds moeilijker in te schatten hoe sterk de economie onderliggend werkelijk is. De verkoop van een flink belang in alternatives, die hun waarde tijdens de grote daling dit kwartaal hebben bewezen, hebben tot een extra hoeveelheid liquiditeiten in onze portefeuilles geleid.

De komende weken zullen veel bedrijven met cijfers komen, maar gezien de onzekerheid over de ontwikkeling van het virus en de gevolgen daarvan op de bedrijfsvoering zullen zij voorzichtig zijn met het doen van uitspraken over de verwachtingen van de komende maanden. Bovendien zal moeten blijken hoe de steunoperaties van de centrale banken en overheden de resultaten zullen beïnvloeden. Voorlopig denken wij dat markten heel kwetsbaar blijven en opnieuw kunnen terugvallen. Dan zullen wij de cash deels herbeleggen, maar we denken dat de tijd om echt opportunistisch te worden pas later in het jaar zal komen.

Wellicht zal deze 'safety first'-benadering achteraf te voorzichtig blijken. Maar geconfronteerd met de huidige hoge mate van onzekerheid beschouwen wij dit als verstandig. We willen net als iedereen optimistisch zijn over de snelle beheersing van deze vreselijke pandemie, maar we moeten ook realistisch zijn. Dat is ons huidige beleid waarbij de waarde van de door ons beheerde vermogens voorop staat en wij dus niet durven uit te gaan van dat ene scenario dat alles weer snel zal normaliseren.

Edzard van Citters Derk Doyer Sandy Doop Wouter Parlevliet Rob van Roozendaal Jan Stoop Ron van Veldhoven Omar Zee

Philipse & Co, opgericht in 1987, is één van de grootste onafhankelijke vermogensbeheerders van Nederland. Door onze partnerstructuur zijn een duurzame betrokkenheid en continuïteit gewaarborgd. Ons beleggingsbeleid is erop gericht op lange termijn goede en stabiele resultaten te behalen bij een relatief lage volatiliteit. Hierbij is bescherming van het vermogen van groter belang dan continue winstmaximalisatie na te streven.