



Nieuws

Verslaglegging over te verwachten totale kosten en werkelijk in rekening gebrachte kosten

In januari 2018 is de Europese beleggingsrichtlijn MiFID II in de Wet op het financieel toezicht (Wft) geïmplementeerd en dat brengt diverse nieuwe verplichtingen voor beleggingsondernemingen met zich mee. Mede om deze reden zullen cliënten waarvoor wij het vermogen beheren binnenkort een verslag ontvangen over het door ons gevoerde portefeuillebeleid gedurende het afgelopen jaar. Daarnaast zullen wij hen informeren over de in rekening gebrachte totale kosten over 2018. Dit zogenaamde ex-post kostenoverzicht wordt door de depotbank verstrekt en zal terug te vinden zijn in de vermogensrapportage over het vierde kwartaal. Ook zullen wij onze cliënten, net als vorig jaar, een overzicht verstrekken van alle te verwachten kosten (ex-ante kostenoverzicht) voor dit jaar.

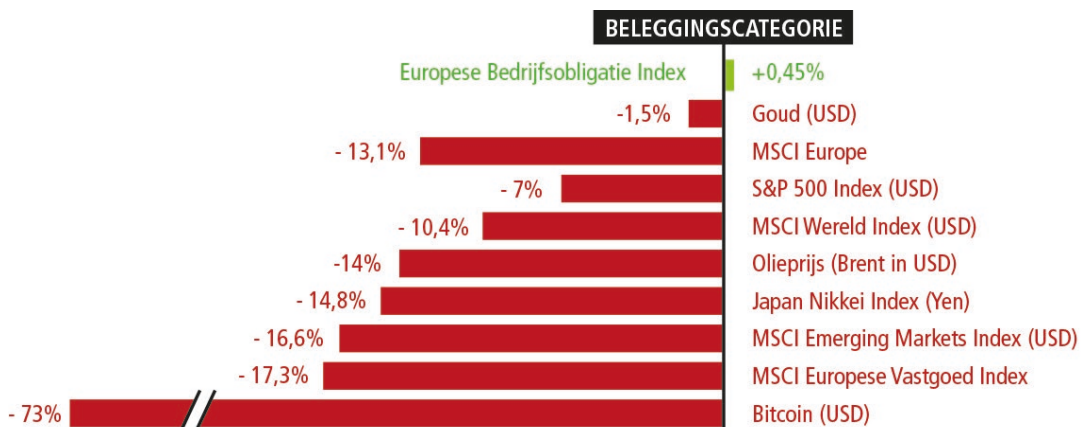
Ontwikkelingen Q4 2018

De al veel eerder bekende risico's voor de markt vormden opeens wel aanleiding voor een sterke daling op de beurs

Voor de meeste beleggers zal 2018 de boeken in gaan als een zeer teleurstellend beleggingsjaar waarin vrijwel alle beleggingscategorieën een negatief resultaat lieten zien. Alhoewel het positieve sentiment op de financiële markten in 2018 aanvankelijk leek door te zetten, kwam daaraan in het vierde kwartaal een abrupt einde. Onzekerheden omtrent de handelsoorlog, de Brexit, de Italiaanse begroting en het verkrappende Amerikaanse monetaire beleid leken de financiële markten lange tijd niet te deren, maar waren nu wel de oorzaak van een dramatisch verlopen vierde kwartaal. Vooral de maand december viel hierbij in negatieve zin op met historisch grote koersdalingen. Zo kende de Dow Jones Index de slechtste decembermaand sinds de jaren 30 van de vorige eeuw. Na een tussentijds verlies van bijna 15% werd de maand door deze index afgesloten met een negatief rendement van 10%.

Nagenoeg alle beleggingscategorieën daalden in 2018...

... waardoor ook alternatieve en minder marktafhankelijke beleggingen moeite hadden rendement te behalen



Ook al was er geen sprake van koersdalingen zoals in 2000 en 2008 het afgelopen beursjaar was uitzonderlijk. Bijna nooit eerder kwam het voor dat geen enkele beleggingscategorie een positief rendement na inflatie wist te behalen.

De in euro's gemeten MSCI Wereld Index verloor in het vierde kwartaal ruim 12% van zijn waarde en eindigde het jaar met een verlies van 7%. De MSCI Europe Index leverde de afgelopen periode eveneens bijna 12% in, waarmee het verlies over heel 2018 op 13% uitkwam. De opkomende markten deden het de laatste drie maanden van het jaar relatief goed en verloren 'slechts' 7%. De MSCI Emerging Market Index sloot het jaar daardoor uiteindelijk af met een negatief rendement van bijna 13%. Ondank het historisch lage niveau van de kapitaalmarktrente viel deze in het vierde kwartaal opnieuw terug en liepen de koersen van met name 'veilige' staatsobligaties op. Zo kon ook de Europese Investment Grade Obligatie Index het jaar toch nog met een kleine winst van 0,45% afsluiten.

De grote outperformance van vastrentende waarden in 2017 werd voor een deel weer ingeleverd

De door Philipse & Co beheerde portefeuilles kenden eveneens een moeilijk vierde kwartaal en sloten het jaar veelal met verlies af. Alhoewel de long/short managers niet het tegenwicht boden dat wij verwachtten, wisten zij de verliezen van de zakelijke waarden toch enigszins te beperken. Dat gold helaas niet voor de vastrentende waarden in de portefeuilles. Zowel gedurende de afgelopen drie maanden als over geheel 2018 bleef deze categorie duidelijk achter bij de markt en moest een deel van de grote outperformance van 2017 weer worden prijsgeven.

Vanwege de extreem lage rente beleggen wij niet of nauwelijks in ‘gewone’ obligaties en zeker niet in de staatsobligaties van sterke landen. Door de eerder beschreven vlucht naar veiligheid wist juist deze beleggingscategorie het jaar als een van de weinige met een bescheiden winst af te sluiten.

Andere vastrentende beleggingen zoals emerging market debt en high yield obligaties, waarin wij deels zijn belegd, daalden in waarde. Terwijl de zogenaamde spreads in 2017 afnamen en de koersen van dit soort obligaties sterk stegen, gebeurde in 2018 precies het tegenovergestelde. Mede door de onrust in het laatste kwartaal liepen de spreads juist weer op en daalden de koersen van obligaties met een hoger risico. Naast het feit dat de hogere couponrente van dit soort beleggingen de ‘verliezen’ over tijd (deels) compenseren, hebben de opgelopen spreads de uitgangspositie van onze vastrentende beleggingen duidelijk verbeterd.

Als het waar is dat aandelenmarkten zes tot negen maanden vooruit lopen op wat er in de reële economie gebeurt, werd gedurende het vierde kwartaal een behoorlijke recessie door de markten ingeprijsd. Alhoewel er sprake is van een afzwakkende wereldwijde groei lijkt een recessie voorlopig nog niet aan de orde en is er fundamenteel onvoldoende aanleiding om negatief te zijn over aandelen. Na de recente dalingen zijn de waarderingen in sommige regio’s zelfs aantrekkelijk te noemen. Mede om deze reden overwegen wij het belang in emerging markets, ten laste van andere aandelenbeleggingen, op te hogen, waarbij wij zowel naar aandelen- als naar obligatiebeleggingen in deze regio zullen kijken (zie ook hieronder).

De economie bevindt zich echter wel in een laatcyclische fase en mede daarom zullen wij, naar verwachting, (sterk) oplopende aandelenmarkten gebruiken om wat meer liquiditeit in de portefeuilles op te bouwen of meer nadruk te leggen op defensievere beleggingen. Een risico voor de financiële markten is dat door almaar dalende koersen er een sterk negatief vertrouwenseffect ontstaat dat in de reële economie doorwerkt. Hierbij zouden de consumentenbestedingen en bedrijfsinvesteringen kunnen terugvallen, waardoor de groei van de economie verder onder druk kan komen en een recessie zich toch eerder zal kunnen voordoen dan waar nu vanuit wordt gegaan.

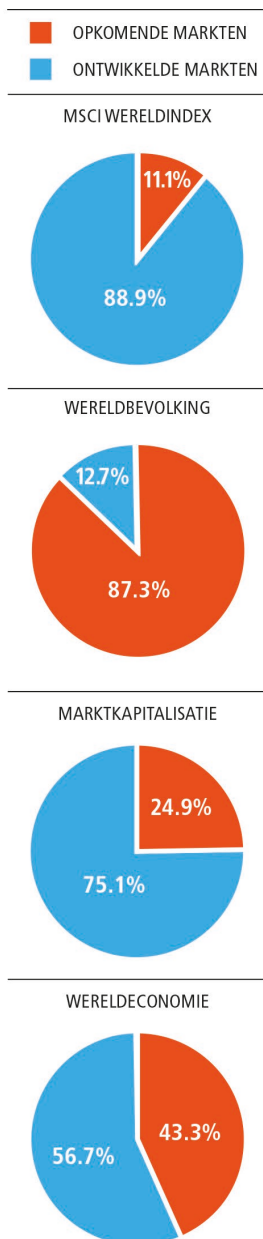
Opkomende Markten

De combinatie van de oplopende Amerikaanse rente, een opnieuw sterker wordende dollar en mogelijk besmettingsgevaar van de problemen in Turkije en Argentinië bezorgden de Opkomende Markten of Emerging Markets (hierna EM) een zeer moeilijk jaar. Daarnaast droeg de handelsoorlog tussen de VS en China (en de rest van de wereld) bij aan het negatieve sentiment.

Fundamenteel gezien staan de economieën van veel EM er echter goed voor. De groeicijfers zijn bovengemiddeld en de waarderingen van aandelen en obligaties zijn veelal laag. Terwijl de EM er rond de Aziëcrisis van twintig jaar geleden duidelijk minder goed voorstonden, was de koerswinstverhouding toen, vreemd genoeg, hoger dan die van de VS. Over de afgelopen 10 jaar komt de gemiddelde koerswinstverhouding van de EM uit op 14 terwijl die voor de VS maar liefst 28 bedraagt. Ook op basis van andere waarderingsmaatstaven zijn de EM relatief aantrekkelijk. Daarmee worden de EM nu behoorlijk gecompenseerd voor de hogere volatiliteit die de beleggingen daar met zich meebrengen.

Deze relatief hoge volatiliteit is het gevolg van de sterke positieve correlatie tussen de aandelenmarkten van de EM en hun respectievelijke valuta. Dit is een belangrijk verschil met ontwikkelde landen. Als een ontwikkeld land een dalende munt heeft, is dat, ceteris paribus, positief voor de aandelenbeurs van dat land, terwijl een dalende munt in een EM land vaak nadelig is voor die aandelenbeurs. In lokale valuta is de volatiliteit van de MSCI EM Index ongeveer gelijk aan die van bijvoorbeeld de index van de VS. Maar doordat het rendement van de lokale valuta en de aandelenmarkt sterk gecorreleerd zijn, is de volatiliteit (in dollars gemeten) significant hoger dan die van bijvoorbeeld de Amerikaanse beurs.

EM maken een groot deel uit van de wereldbevolking en de wereldeconomie, maar dit komt nog onvoldoende tot uiting in de wereldindex noch in de totale beurswaarde (zie onder)



Het aandeel van EM in de wereldindex zal de komende jaren oplopen

Zowel aandelen, obligaties als lokale valuta's van EM zijn relatief laag gewaardeerd

Naast een relatief lage waardering voor EM aandelen bevinden ook de lokale valuta zich op dit moment onder hun tienjarige gemiddelden. Gemeten naar koopkrachtpariteit zijn valuta uit EM ten op zichte van de dollar op dit moment het goedkoopst in 20 jaar.

Natuurlijk hebben China, Zuid-Korea, Taiwan, India en Rusland, die gezamenlijk 60% van de EM Index uitmaken, allen hun eigen politieke en economische risico's. Dat is immers ook de reden dat ze, al dan niet terecht, nog steeds onder de categorie EM vallen. Maar het is de vraag hoeveel daarvan inmiddels is ingeprijsd door de financiële markten. Bovendien zijn deze landen, uitzonderingen daargelaten, inmiddels relatief weinig afhankelijk van buitenlandse financiering, bezitten zij grote reserves en hebben ze een begrotingsoverschot.

Tegenovergesteld aan de periode 2001-2008 hebben de EM het afgelopen decennium duidelijk minder gepresteerd dan de V.S.



De linker afbeelding toont in de periode 2001-2008 een extreme performance van EM aandelen en een nagenoeg zijwaarts verloop van de V.S. In de periode 2008-2019 is dit beeld precies omgekeerd.

Met een aanzienlijke verbetering van de relatieve waardering tot gevolg

Het negatieve nieuws uit Argentinië en Turkije had een behoorlijke impact op de koersen van alle EM tot gevolg terwijl zij slechts 1% uitmaken van de EM-index

Met China voorop geldt voor veel EM dat zij de laatste vijf tot tien jaar zijn veranderd van een exportgeleide economie in een economie die veel meer leunt op binnenlandse vraag. Dat maakt EM niet onkwetsbaar voor een handelsoorlog, maar de gevolgen hiervan zijn wel kleiner dan in het verleden. EM zijn daarnaast veel rijker geworden, zo is de koopkracht per inwoner in China sinds 2000 met 60% gestegen en die van India, Zuid-Korea en Taiwan met respectievelijk 41%, 24% en 22% toegenomen. Ter vergelijking, in dezelfde periode daalde de koopkracht per inwoner in Italië met 1% en nam deze in Duitsland, Japan, Engeland en in de Verenigde Staten met maar 7 tot 8% toe.

Sinds de Jaren 80 is het wereldwijde armoedecijfer gedaald van 30% naar 10%

Vanaf oktober lijken de financiële markten in veel EM een bodem te hebben bereikt, terwijl de ontwikkelde markten het gehele kwartaal juist nog een behoorlijke daling lieten zien. Gezien de goede groeivoorzichten en de lage waarderingen zijn veel EM op dit moment aantrekkelijk om in te beleggen. Bovendien kunnen zowel lokale obligaties als aandelen profiteren van een eventuele correctie van de dollar. Door de almaar stijgende staatsschuld en het grote tekort op de lopende rekening in de Verenigde Staten wordt verwacht dat de dollar terrein zal gaan verliezen. Een zwakkere dollar is gunstig voor obligaties uit opkomende markten die zijn uitgedrukt in lokale valuta.

Het gemiddelde inflatiecijfer van EM is van boven de 10% gezakt naar een niveau dat vergelijkbaar is met de ontwikkelde landen

Ook al kent de koersontwikkeling van EM zelden een rustig verloop, met een lage inflatie, relatief goede waarderingen en een hoge groei bieden zij een veel hoger winstpotentieel dan aandelen uit ontwikkelde landen, zeker in combinatie met een mogelijk verzwakkende dollar.

Edzard van Citters Derk Doyer Wouter Parlevliet Rob van Roozendaal Jan Stoop 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.