



Ontwikkelingen Q3 2018

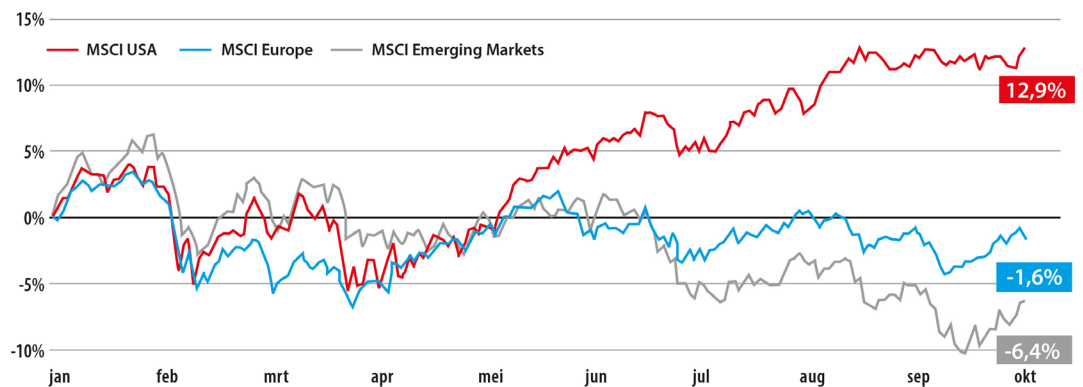
De beurzen presteren minder goed dan het op basis van het positieve gevoel van beleggers is te verwachten

Alhoewel de economische omstandigheden nog goed zijn en de werkloosheid steeds verder daalt, vallen de prestaties van de financiële markten tot op heden grotendeels tegen. Het positieve gevoel dat veel mensen hebben, wordt dan ook veelal niet bevestigd door goede beleggingsresultaten.

De beurzen worden negatief beïnvloed door de angst voor een escalerende handelsoorlog en de oplopende Amerikaanse rente. Ook de onzekerheid in Europa, waar Italië de begrotingsregels aan zijn laars lijkt te lappen en de stroeve Brexit-onderhandelingen spelen ongetwijfeld een rol. Maar het kan ook zo zijn dat de financiële markten simpelweg vooruit lopen op de ontwikkelingen in de reële economie en dat deze over haar hoogtepunt heen is. Hoogstwaarschijnlijk is het een combinatie van het vorenstaande die er voor zorgt dat de beurzen op dit moment duidelijk minder presteren dan men op basis van de economische omstandigheden zou mogen verwachten.

Aangejaagd door de stijging van een aantal zeer dominante techbedrijven is de Amerikaanse beurs een van de weinige positieve uitzonderingen

Geïndexeerde rendementsontwikkeling aandelenindices in 2018 (in euro)



De marktwaarde van de hele Euro Stoxx 50 index is inmiddels slechts 2,5x zo groot als die van Apple

Een uitzondering op de matige prestaties wordt wederom gevormd door Amerika, waar opnieuw records werden gebroken. Een groot deel van de stijging komt echter nog steeds op het conto van slechts een paar grote technologiebedrijven. Zo passeerden zowel Apple als Amazon het afgelopen kwartaal de marktwaarde van 1 biljoen US-dollar. Onder invloed van de sterke Amerikaanse aandelenmarkten en de verder oplopende dollarkoers sloot de MSCI Wereld Index (waar Amerika inmiddels ruim 60% van uitmaakt) het derde kwartaal in euro's af met een winst van 4,4%. De jaarwinst voor deze index bedraagt daarmee 6%. De MSCI Europe Index bleef hierbij duidelijk achter en voegde de afgelopen periode slechts een klein procent toe. Hierdoor werd het verlies voor het jaar teruggebracht tot 1,6%.

De opkomende markten kenden wederom een moeizame periode. Onder invloed van de oplopende Amerikaanse rente en de angst voor het overslaan van de problemen in Turkije en Argentinië naar andere landen, wordt nog steeds veel geld aan deze regio onttrokken. Hierdoor verloor de MSCI Emerging Market Index dit kwartaal 1,4% van zijn waarde, waarmee het verlies voor het jaar opliep tot ruim 6%.

Ook al zijn de opkomende landen geen homogene groep toch hebben de problemen in Turkije en Argentinië blijkbaar een grote impact op deze regio als geheel. Dit lijkt een overtrokken reactie aangezien deze landen maar een klein deel uitmaken van het universum van opkomende landen. Ter vergelijking, meer dan 20 bedrijven uit de MSCI Emerging Markets index zijn individueel groter dan de gehele Turkse aandelenmarkt. Zowel de groei als de waardering van veel aandelen uit opkomende landen is op dit moment aantrekkelijk.

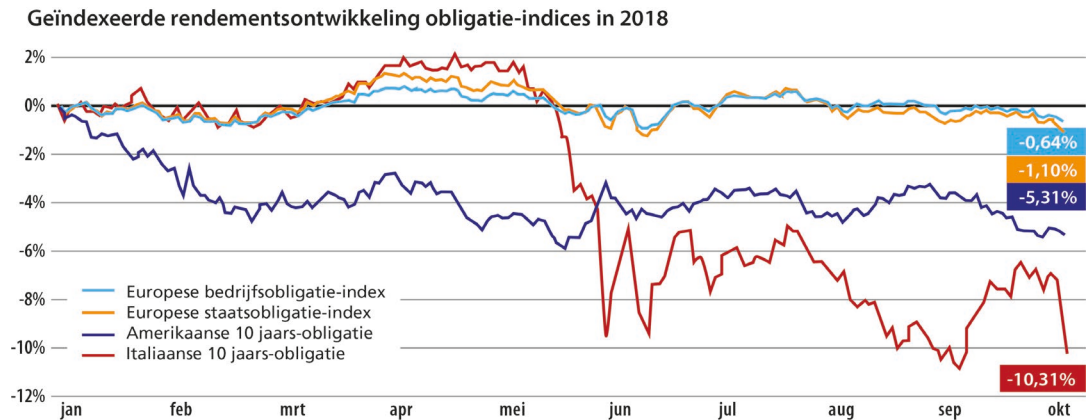
Forse daling van Turkse lira en Argentijnse peso t.o.v. de US-dollar...



... hebben ook valuta's in andere opkomende landen negatief beïnvloed

Net als in Amerika liep ook in Europa de rente in het derde kwartaal wat op, waardoor de breed samengestelde Europese obligatie-index bijna 0,8% verloor en het verlies voor het jaar nu 0,5% bedraagt.

De meeste obligaties staan dit jaar in de min waarbij met name de koersen van staatsobligaties van de V.S. en Italië hard gedaald zijn



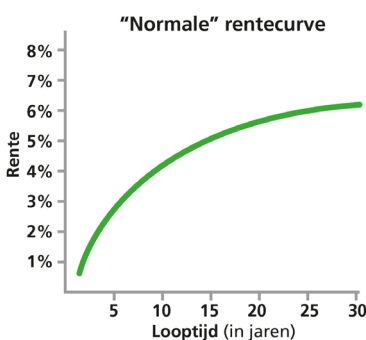
De door Philipse & Co beheerde portefeuilles konden het kwartaal veelal met een kleine winst afsluiten. Terwijl de zakelijke waarden min of meer in lijn met de markt presteerden en de bijdrage van de long-short managers bescheiden was, presteerden de vastrentende waarden beter dan gemiddeld en werd een deel van de achterstand in deze categorie goed gemaakt. Onze vastrentende waarden zijn in het algemeen goed bestand tegen een oplopende rente.

Indicatoren voor een trendomslag

Nu de Amerikaanse aandelenmarkt bezig is met de langste onafgebroken stijging ooit, Europa daar achteraan loopt, de huizenprijzen stijgen, de meeste economieën groeien en de werkloosheid daalt, geven sommige belangrijke indicatoren inmiddels waarschuwend signalen.

De rentecurve is aan het vervlakken maar er is nog geen sprake van een omgekeerde rentecurve

Er is een aantal indicatoren dat ons in het verleden geholpen heeft tijdig maatregelen te nemen voordat een belangrijke correctie zich voordeed. Een signaal van slechts één indicator is voor ons echter niet voldoende om een belangrijke aanpassing van het beleggingsbeleid op te baseren. Ook al komt het slechts zelden voor dat een duidelijke signaal wordt gegeven, een goed hulpmiddel is een aantal indicatoren zeker. Zo geeft de zogenaamde ‘risk appetite’ indicator, zie ook onze [nieuwsbrief van april 2015](#), doorgaans goed aan of een markt (te) euforisch danwel in paniek is. In het verleden bleken dit uitstekende verkoop- respectievelijk koopsignalen te zijn. Het risk appetite model van Credit Suisse gaf recent een koopsignaal af terwijl daar dit keer eigenlijk geen duidelijke verkoopgolf of panieksituatie aan voorafging. Tegelijkertijd gaf eenzelfde soort indicator van Citigroup juist een duidelijk verkoopsignaal. Wij veronderstellen vanwege deze tegenstrijdige signalen dat beide modellen tijdelijk niet goed bruikbaar zijn.



In het algemeen is de obligatiemarkt goed in het vroegtijdig herkennen van een economische neergang. Een belangrijke indicator is de rentecurve. De vorm en de helling van deze rentecurve, die de hoogte van de rente aangeeft van vergelijkbare obligaties met verschillende looptijden, wordt door velen gezien als de barometer voor de toekomstige staat van de economie. Bij een normale rentecurve is het rendement van kortlopende obligaties, dat wordt bepaald door het beleid van de centrale bank, doorgaans lager dan dat van langlopende obligaties, die een weerspiegeling zijn van de verwachtingen omtrent inflatie en de economie. Dit is ook logisch; beleggers mogen van een hogere vergoeding uitgaan voor geld dat ze 20 jaar uitlenen vergeleken met een lening van bijvoorbeeld een jaar. Zeker als men er op lange termijn vanuit mag gaan dat de economie groeit en de inflatie toeneemt. Een belegger verlangt een hogere compensatie voor het koopkrachtverlies dat inflatie teweeg brengt. Historisch gezien bleek een omgekeerde rentecurve een betrouwbare indicator dat zich 12 tot 18 maanden daarna een recessie zal voordoen.

De recente renteverhogingen door de Amerikaanse centrale bank hebben flink bijgedragen aan de vervlakking van de rentecurve

Als beleggers minder optimistisch worden over de toekomst en denken dat de economie zal gaan verzwakken, gaan ze er vanuit dat de rente verlaagd zal gaan worden om de groei weer te stimuleren. Obligatiebeleggers proberen zich dan tijdig te verzekeren van de hogere rentes die langlopende obligaties nog bieden. Deze grote vraag naar langlopend papier leidt er toe dat de rendementen van deze obligaties dalen met een vlakke of zelfs omgekeerde rentecurve tot gevolg. Van een dergelijke situatie is dus sprake als het effectieve rendement op langlopende obligaties lager is dan op kortlopende obligaties.

Derhalve blijkt de omgekeerde rentecurve een betrouwbare voorspeller van een aanstaande recessie. Hiervan was sprake bij elk van de afgelopen zeven recessies, inclusief de laatste recessie die in 2008 begon. Nu de wereldwijde groei zich in een late fase bevindt en deze indicator bijna een dergelijk signaal geeft, is de zorg onder beleggers dus begrijpelijk. Maar het is de vraag of de rentecurves ook dit keer een dreigende recessie aankondigen. Sinds 2008 hebben de centrale banken de grootste monetaire steunoperatie ooit uitgevoerd. Dit heeft het mondiale financiële landschap volledig gewijzigd en zet daarmee vraagtekens bij traditionele verhoudingen, alsmede de voorspellende waarde van de helling van de rentecurve.

*10 jaar na 'Lehman Brothers':
ECB herfinancieringsrente in
september 2008*

4,25%

in september 2018

0,00%

De vloedgolf aan ultra-accomoderende monetaire steun die zich de afgelopen 10 jaar heeft voorgedaan, heeft de rentes over alle looptijden naar historisch lage en soms zelfs negatieve niveaus gebracht. Maar sinds 2017 heeft de wereldeconomie zich weten te herpakken. Het sentiment verbeterde steeds verder, net als de bedrijfswinsten. Maar ondanks dat de economieën zich duidelijk verbeterden, bleef de inflatie onverwacht laag. Tegelijkertijd bleven de lange rentes laag doordat centrale banken grote hoeveelheden obligaties opkochten. Het resultaat is dus wel een vlakke rentecurve, maar om andere redenen dan in voorgaande situaties het geval was.

*Indicatoren moeten mogelijk
anders beoordeeld worden nu
we uit een zeer uitzonderlijke
periode komen*

Eén van de doelstellingen van het monetaire beleid van de centrale banken was om bedrijven in staat te stellen gunstig te kunnen lenen en daarmee de economie weer vlot te trekken. Tot zover lijkt dit een geslaagde operatie, maar het is de vraag hoe bedrijven en overheden met hun hoge schuld niveaus zullen omgaan naarmate de rente en daarmee hun rentelasten gaan toenemen. In Amerika is de centrale bank de korte rente al aan het verhogen. Met name bedrijven die hun schuldpositie de afgelopen jaren behoorlijk hebben verhoogd, kunnen het moeilijker krijgen bij een hogere rente. Zeker als ook de fiscale voordelen, als gevolg van de belastinghervorming van Trump, niet langer houdbaar blijken.

Ondanks een aantal bruikbare indicatoren is het moeilijk aan te geven waar we ons exact bevinden in deze economische cyclus en wat dit keer het einde van de stijgende markten zal inluiden. De Amerikaanse werkloosheidscijfers staan bijna op het laagste punt in vijftig jaar en suggereren dat we in de laatste fase van de cyclus zitten. Belangrijke veranderingen op de arbeidsmarkt, de ontwikkeling van de rente, alsmede de inflatie zijn essentiële indicatoren voor de komende maanden.

*Door mindere periode op de
beurs is extra waakzaamheid
geboden maar er zijn nog geen
sterke signalen voor een echte
trendomslag*

Ondanks de mindere periode op de beurs in de afgelopen weken is er op dit moment nog onvoldoende aanleiding om een echte trendomslag te vrezen. Tevens is vlak voor een omslagpunt van een lange termijn 'bullmarkt' nagenoeg altijd sprake van een rally met in de laatste maanden een zeer positief gestemde beurs. De exacte lengte van de cyclus is niet te voorspellen, maar het is inmiddels wel verstandig terughoudend te zijn met de weging van aandelen in regio's en sectoren die het erg goed gedaan hebben. Daarnaast blijven wij belegd in flexibele beleggingsstrategieën die niet of nauwelijks gecorreleerd zijn met de richting van de beurs en/of een stijging van de rente.

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.