



Ontwikkelingen Q4 2022

Centrale banken zorgen, na jaren van extreem lage rentes, voor meer normalisatie van de renteniveaus

De aanhoudende en extreem hoge inflatiecijfers zorgden er voor dat het (te) lang gevoerde zeer ruime monetaire beleid van zowel de Amerikaanse als de Europese centrale bank omsloeg in een sterk verkrappend beleid. Gedurende het jaar werd bovendien steeds duidelijker dat zij vastberaden zijn om de rente net zo lang te verhogen tot de inflatie onder controle is, zelfs als dit een recessie tot gevolg zou hebben.

Naast het feit dat centrale banken vaak achter de feiten aanlopen en de rente veelal langer verhogen dan noodzakelijk, wordt de inflatie dit keer niet zo zeer veroorzaakt door een excessieve vraag, maar door productiebeperkingen. Deze beperkingen zijn tijdens de pandemie ontstaan en verergerd door de Russische invasie van Oekraïne en de hernieuwde lockdowns in China. Naast productiebeperkingen en het feit dat de energie- en grondstoffenprijzen tot extreme niveaus stegen, zorgde de Russische invasie natuurlijk ook voor ongekende wereldwijde geopolitieke spanningen. Ondanks het goede vierde kwartaal, lieten de aandelenkoersen, tegen de verwachtingen in, de grootste daling sinds de financiële crisis van 2008 zien en was 2022 voor de meeste obligatiebeleggers zelfs het slechtste jaar ooit. Extra opvallend, omdat obligaties in tijden van crisis vaak voor demping zorgen in de portefeuille.

Bedrijf	Waarde	% 2022
Apple	-846 miljard	-27%
Amazon	-834 miljard	-50%
Microsoft	-737 miljard	-29%
Tesla	-672 miljard	-65%
Meta	-464 miljard	-64%
Nvidia	-376 miljard	-50%
Netflix	-136 miljard	-51%
Disney	-123 miljard	-44%

2022 was het slechtste jaar voor de S&P 500 index sinds de financiële crisis van 2008 waarbij de eerdere winnaars de grootste verliezen lieten zien

Na een kwartaalwinst van ruim 9% sloot de MSCI Europe Index het jaar af met een verlies van 12%. In dollars gemeten, liet de MSCI Wereld Index een vergelijkbare kwartaalwinst zien, maar door het verzwakken van de dollar bleef hiervan in euro's vrijwel niets over en eindigde deze index het jaar met een verlies van bijna 15%. De waarde van de MSCI Emerging Markets Index veranderde de afgelopen drie maanden nauwelijks, waarmee het verlies voor 2022 op ruim 17% uitkwam. Na een verlies van nog eens 1,25% eindigde de Europese obligatie-index 2022 met een verlies van maar liefst 17%.

De door Philipse & Co beheerde portefeuilles kenden een redelijk laatste kwartaal, maar sloten het jaar ook met flinke verliezen af. Alhoewel de relatief goede prestaties van de alternatieve beleggingen zorgden voor demping, bleven de zakelijke waarden zowel gedurende het laatste kwartaal als het gehele jaar 2022 achter bij de markt. Een belangrijke reden hiervoor was de oplopende kapitaalmarktrente, die een aantal van de actieve aandelenmanagers hard raakte. Ondanks het feit dat deze managers in kwaliteitsbedrijven beleggen, die onder meer gekenmerkt worden door sterke balansen, pricing power en een stabiele winstgroei, zorgde de hogere rente voor een enorme herwaardering van deze op groei gerichte aandelenfondsen. De vastrentende waarden in de portefeuilles kenden een uitstekend laatste kwartaal en presteerden mede hierdoor ook het afgelopen jaar duidelijk beter dan het marktgemiddelde.

Gedurende het kwartaal heeft er in diverse door Philipse & Co beheerde portefeuilles een aantal mutaties plaatsgevonden. Zo werd eind oktober in alle portefeuilles een deel van het Comgest Growth Japan Fund verkocht om de overweging in Japan terug te brengen en de verkoopopbrengst werd gebruikt om de positie in de iShares MSCI USA SRI ETF uit te breiden. Door de sterk gestegen rente werden obligaties weer een interessante beleggingscategorie en daarom besloten wij eind november om voor de defensieve en gebalanceerde portefeuilles een belang op te nemen in het M&G European Credit Fund. Om de onderweging in Amerika te verkleinen en om gebruik te maken van de sterk gedaalde Amerikaanse aandelenkoersen werd begin december in alle portefeuilles een initiële positie gekocht in de S&P 500 ESG Leaders ETF. Tenslotte werd in de volledig duurzame portefeuilles het Petercam Agrivalu Fund opgenomen. Hiertoe werden de belangen in de Invesco Global Clean Energy ETF, de iShares Global Water ETF en de Global X Cybersecurity ETF wat teruggebracht.

Financiële markten lopen circa 6 tot 9 maanden vooruit op de reële economie. Aandelen herstellen vaak al sterk voor een recessie eindigt

Inmiddels gaan er steeds meer geluiden op dat een zogenaamde soft-landing van de Amerikaanse economie toch tot de mogelijkheden behoort en dat zelfs Europa een recessie zou kunnen vermijden. De milde Europese winter, het bewustere energiegebruik en de grote gasvoorraden, zorgen voor scherp afnemende gasprijzen en daarmee dalende energiekosten.

Nu de kapitaalmarktrentre zich op een aanzienlijk hoger niveau bevindt dan een jaar geleden en de koersen van zowel aandelen als obligaties sterk zijn gedaald, zijn de vooruitzichten voor toekomstig te verwachten rendementen bovendien sterk verbeterd. Voorlopig zullen inflatiecijfers en uitspraken van centrale bankbestuurders ongetwijfeld blijven zorgen voor veel volatiliteit op de financiële markten, maar indien het duidelijker wordt dat een recessie kan worden afgewend, zou 2023 een mooi beleggingsjaar kunnen worden.

Vol in de markt of op halve kracht?

Indexbeleggingen zijn ideale instrumenten om te profiteren van een stijgende markt

Portefeuilles die vol belegd zijn in een goed gespreid mandje, zoals indextrackers, zullen doorgaans één op één mee bewegen met de stijgingen en de dalingen van de markt. Indextrackers zijn prima beleggingen om simpel en goedkoop te participeren in de markt. En dat pakt met name goed uit in sterke bullmarkten, zoals we die bijvoorbeeld duidelijk zagen in de jaren '90. Maar dat pakt niet zo uit bij andere marktomstandigheden.

Sinds 2000, dus over de afgelopen 23 jaar, hebben beleggers herhaaldelijk een stevige daling van hun portefeuille moeten ervaren, om die vervolgens weer te zien herstellen tot het break-even punt en daarboven. Het is fijn om op winst te staan maar frustrerend om een flinke winst om te zien slaan in een verlies. Maar hoe verhouden portefeuilles die vol meebewegen met de upside en downside van de markt, zich tot een portefeuille waarbij slechts voor 50% in de upside en voor 50% in de downside wordt geparticipeerd? In een beleggingsklimaat met weinig wezenlijke tussentijdse dalingen zal een (100%) aandelenportefeuille het beter doen, maar in een volatiele omgeving zoals we die in de afgelopen 23 jaar hebben gezien, zal de '50% up- en downside' portefeuille het beter doen en daarbij tevens minder grote schommelingen laten zien.

Een vergelijking vanaf 2000 tussen een 'buy and hold' (vol belegd in aandelen) strategie (paarse lijn) en een beleggingsstijl (groen) waarbij steeds de helft van de upside en downside wordt behaald



De cumulatieve winst van een buy and hold portefeuille (exclusief dividend en kosten) zakte de afgelopen maanden terug van 226% tot 161%

Het hangt natuurlijk allemaal erg van het meetpunt af. Op het hoogste punt van 2021 was de aandelenportefeuille, die in dit voorbeeld in de S&P 500 was belegd, sinds 2000 met 226% gestegen. Maar na de daling van circa 20% vanaf dat hoogste punt, blijft van de 226% winst in de S&P index nog maar 161% over. De 20% daling gaat immers niet alleen af van de 226% winst maar ook van de initiële (100%) investering. Derhalve daalt de winst van 226% tot 161%, een daling van 65% (20% over 326% (100% investering + 226% winst)).

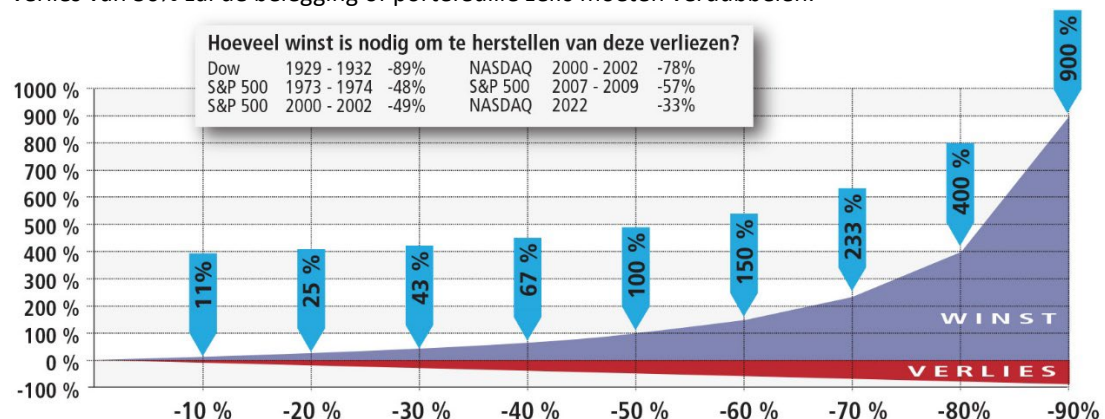
De portefeuille met de fictieve beleggingsstrategie, waarbij maar voor 50% in stijging wordt meegedaan, maar waarbij ook voor slechts 50% in de daling wordt geparticipeerd, bereikte in 2022 een hoogste rendement van 223%. Na de daling van 10% (immers de helft van de daling van 20% van de markt) resteerde een rendement van 191%, duidelijk beter dan de portefeuille met de volledige marktexposuur.

Koerswinsten zullen exponentieel moeten toenemen om verliezen goed te maken. Om dit te bereiken zal soms lang gewacht moeten worden of zal er meer risico genomen moeten worden

Er is sprake van een asymmetrie van rendementen waarbij een gelijk percentage aan winst en verlies een verschillende impact heeft. Bij een startkapitaal van bijvoorbeeld 100 leidt een winst en aansluitend verlies van 20% tot een netto verlies van 4% en een winst en verlies van 50% leidt tot een netto verlies van 25%. Een andere manier om dit te benaderen is om te berekenen welke winst een belegger dient te behalen om een verlies weer helemaal goed te maken. Bij een verlies van 20% is een winst van 25% nodig om weer op het aanvangsbedrag terug te komen, bij een verlies van 50% zal de belegging of portefeuille zelfs moeten verdubbelen.

Naarmate verliezen toenemen, zijn deze steeds moeilijker goed te maken

Bij een (onwaarschijnlijk) verlies van 90% is 900% rendement nodig om het verlies te compenseren



Op de Y-as wordt aangegeven welke winsten behaald moeten worden om de verliezen op de X-as weer goed te maken. Om bijvoorbeeld het verlies van de S&P index van 60% (tussen 2007 en 2009) goed te maken moest de beurs met 150% stijgen.

In dalende en/of zeer beweeglijke markten zullen portefeuilles die verliezen weten te beperken een outperformance laten zien ten opzichte van portefeuilles met volledige marktexposuur. Dit komt door de disproportionele impact die verliezen hebben in relatie tot de winsten die benodigd zijn om het verlies weer goed te maken. Daarnaast kunnen grote verliezen er nogal eens toe leiden dat beleggers in paniek raken en vaak op het verkeerde moment (een deel) van hun effecten verkopen en pas weer instappen als het weer beter voelt. Maar als het beter voelt, is de markt al weer behoorlijk hersteld.

Het voorbeeld zoals hierboven genoemd van een portefeuille die voor 50% meedoet met stijgingen en dalingen, lijkt dus onder veel omstandigheden een goede strategie. Een portefeuille waarbij steeds 50% van de upside en van de downside wordt behaald, is niet te construeren. Maar het geeft wel aan hoe belangrijk het is om grote dalingen in de portefeuille te voorkomen. Dit red je niet door een portefeuille op te bouwen die voor bijvoorbeeld 50% uit aandelen en voor 50% uit obligaties bestaat. Weliswaar hebben kwalitatief goede obligaties normaal gesproken een dempende werking aangezien in tijden van crisis de rente meestal daalt en dat leidt tot hogere obligatiekoersen. Maar met een rente van rond de 0%, waar begin 2022 nog sprake van was, boden obligaties niet meer de veiligheid zoals ze dat traditioneel deden. Nu de obligatierendementen in korte tijd weer hard zijn opgelopen en nieuw uit te geven obligaties een hogere couponrente zullen dragen, is het dempende effect weer duidelijk toegenomen. Een beter uitgangspunt dus voor het nieuwe beleggingsjaar.

Na één van de slechtste jaren ooit, bieden obligaties inmiddels weer een aardig inkomen en een goede diversificatie naast aandelen

Het vermijden van grote verliezen bij beleggen is essentieel. Een volstrekt logisch uitgangspunt en een van de belangrijkste voorwaarden voor het behalen van een goed lange termijn rendement. Tegen deze achtergrond zou er in de portefeuille altijd sprake moeten zijn van goede spreiding tussen aandelen en obligaties, eventueel aangevuld met bijvoorbeeld beleggingen die een marktneutraal karakter hebben.