



Ontwikkelingen Q4 2023

Zowel aandelen als obligaties liepen de afgelopen twee maanden hard op door de verwachting dat de lange rente voorlopig zijn hoogste punt heeft bereikt

Net als in de afgelopen jaren bleven aandelen uit de Emerging Markets behoorlijk achter bij de westerse markten

In hele korte tijd zakte de 10 jaars rente in de Verenigde Staten terug van 5% tot 3,77%

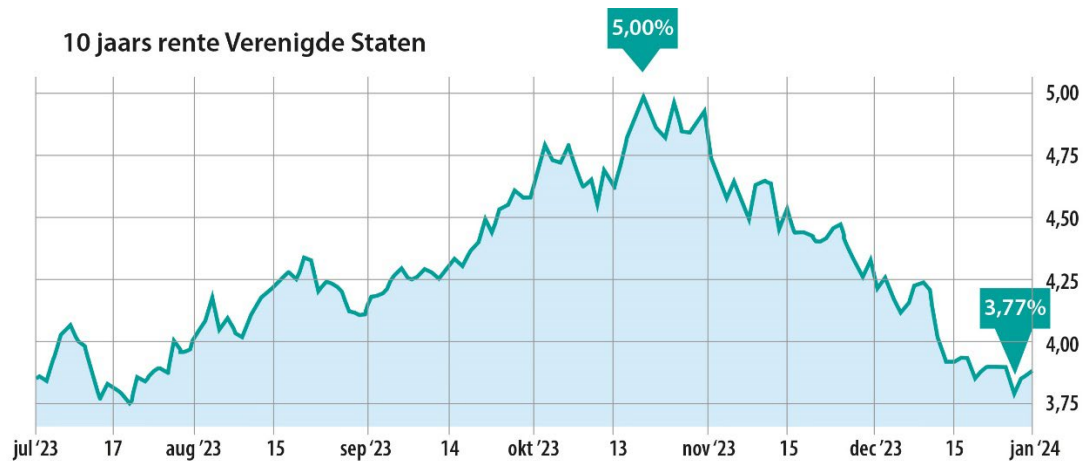
De lange rente in de andere westerse markten daalde ook fors

Nu de lange rente weer enigszins genormaliseerd is, is er minder aanleiding om voor alternatieve beleggingen te kiezen

Onder invloed van oplopende wereldwijde spanningen, een stijgende olieprijs en de aanhoudende sterke Amerikaanse economische cijfers liep de kapitaalmarktrente gedurende het vierde kwartaal aanvankelijk verder op met dalende aandelen- en obligatiekoersen tot gevolg. Nadat de Fed begin november liet doorschemeren dat het mede door de remmende werking van de opgelopen lange rente waarschijnlijk niet meer nodig zou zijn om de beleidsrente verder te verhogen, draaide het sentiment op de financiële markten. Steeds meer beleggers raakten ervan overtuigd dat het de Amerikaanse centrale bank gaat lukken om de grootste economie van de wereld een zachte landing te bezorgen en de eerste renteverlagingen door beleggers werden ingeprijsd. De kapitaalmarktrente liet op veel plaatsen in de wereld een ongekende draai zien en de koersen van zowel aandelen als obligaties liepen hard op.

Na een tussentijds verlies van 5% sloot de in euro's gemeten MSCI Wereld Index het vierde kwartaal af met een winst van ruim 6% waarmee de winst voor het jaar uiteindelijk 16% bedroeg. De winst van deze index was nog een paar procent hoger geweest als de Amerikaanse dollar niet zo was verzwakt. In de laatste drie maanden verloor de munt 4,2% ten opzichte van de euro. De MSCI Europe Index verloor de afgelopen drie maanden tussentijds zelfs bijna 7%, maar steeg uiteindelijk ook 6% om het jaar te eindigen met een winst van bijna 13%. Mede door de zwakker wordende dollar herstelden de opkomende markten enigszins, maar de winst van de MSCI Emerging Markets Index bleef beperkt tot 3% en steeg gedurende het jaar uiteindelijk maar 3,5%.

10 jaars rente Verenigde Staten



Zoals aangegeven liet de kapitaalmarktrente gedurende het laatste kwartaal op veel plaatsen in de wereld een enorme ommekeer zien. Zo daalde de Amerikaanse tienjaars rente van half oktober tot eind december van 5% naar onder de 4% en liep de Duitse evenknie in deze periode terug van bijna 3% tot onder de 2%. Terwijl veel obligatiemarkten aan het begin van het vierde kwartaal nog leken af te stevenen op een derde jaar met verliezen, stegen de koersen de laatste maanden van het jaar hard en voegde de Europese obligatie-index 6,5% toe waarmee de winst voor het jaar ruim 7% bedroeg.

Ook de door Philipse & Co beheerde portefeuilles kenden een goed laatste kwartaal en eindigden het jaar over het algemeen met mooie winsten. Terwijl de pure aandelenbeleggingen zowel de afgelopen periode als het gehele jaar beter presteerden dan het marktgemiddelde, bleven de vastrentende waarden de afgelopen periode en het gehele jaar juist wat achter bij de markt. Dit laatste werd voornamelijk veroorzaakt door het feit dat de gemiddelde duration van onze vastrentende beleggingen wat lager ligt dan die van de markt, waardoor iets minder werd geprofiteerd van de sterke daling van de lange rente gedurende het laatste kwartaal. Nu obligaties weer een redelijk rendement bieden, werd de laatste alternatieve belegging in juni verkocht, deze belegging had een licht negatief effect op het jaarresultaat van de zakelijke waarden als geheel.



Een Goudlokje-scenario geeft aan dat de economische omstandigheden precies goed zijn en de economie niet te hard maar ook niet te traag groeit

Het vertrek van een bepalende portfoliomanager is een rode vlag en betekent dat wij een fonds direct verkopen

Alhoewel wij natuurlijk niet kunnen voorspellen, zien de macro-economische omstandigheden er duidelijk beter uit dan een jaar geleden, waarbij de centrale banken klaar lijken te zijn met hun verkrappingscyclus en de Fed de Amerikaanse economie zacht weet te laten landen. Dat zou betekenen dat de grootste economie van de wereld in het zogenaamde Goldilocks scenario terecht kan komen, waarin de inflatie wordt bedwongen zonder dat er een significant banenverlies optreedt. Aangezien veel financiële markten redelijk geprijsd zijn en de beleidsrente in veel delen van de wereld waarschijnlijk verlaagd zal worden, is er in 2024 duidelijk ruimte voor verdere koersstijging van zowel aandelen als obligaties.

De geopolitieke situatie in de wereld is echter verre van stabiel en in veel landen vinden dit jaar belangrijke verkiezingen plaats, die grote verschuivingen kunnen veroorzaken met alle gevolgen van dien voor het politieke evenwicht en de financiële markten.

Mutaties beheerportefeuilles

Gedurende het kwartaal heeft er in diverse van de door Philipse & Co beheerde portefeuilles een aantal mutaties plaatsgevonden. Niet lang nadat bekend werd dat de twee belangrijkste portefeuillemanagers van het Allianz Europe Equity Growth Fund waren vertrokken, hebben wij halverwege oktober besloten om het fonds te verkopen. Met de verkoopopbrengst hebben wij een belang gekocht in het Comgest Growth Europe Fund, een eveneens op groeiaandelen gerichte aandelenmanager met een uitstekend lange termijn trackrecord.

Aangezien de resultaten van het Triodos Sustainable Bond Fund dat in onze duurzame mandaten zat, tegenvielen, hebben wij het fonds eind november geruild naar het Neuberger Emerging Market Debt Fund, een artikel 8 fonds dat al lange tijd in onze andere portefeuilles zit.

Om onze beleggingen in Japan wat meer te spreiden hebben wij eind december tenslotte besloten om het belang in het Comgest Growth Japan Fund wat te verlagen en daarvoor een belang op te nemen in een Japans tracker, de iShares MSCI Japan SRI ETF voor de duurzame mandaten en de UBS MSCI Japan Shares ETF voor de niet-duurzame mandaten. Bij alle mutaties stellen wij vast of deze geschikt zijn en passen bij de kennis en ervaring van de cliënt en aansluiten bij de doelstelling en het afgesproken portefeuilleprofiel.

M7 een bubbel?

De koers van Microsoft tikte vorig jaar opnieuw een alltime high aan en het aandeel van chipmaker Nvidia steeg in 2023 met 240% in waarde. Als één factor de aandelenmarkt het afgelopen jaar van andere jaren onderscheidde, was het wel de 'Magnificent Seven' (M7). Gedreven door de belofte van artificiële intelligentie mochten de techfondsen Apple, Microsoft, Amazon, Alphabet, Meta, Nvidia en Tesla zich verheugen in aanzienlijke koersstijgingen.

De opmars van de zeven techfondsen, weliswaar na een dramatisch koersverloop in 2022, is er mede de oorzaak van dat de Amerikaanse S&P 500 vorig jaar 24% steeg. Gemiddeld moet meer betaald worden voor Amerikaanse aandelen en dat is vooral te danken aan de beurskoersen van de M7, die inmiddels bijna 30% uitmaken van de S&P 500-index. De gemiddelde koers-winstverhouding van de S&P 500 stond eind 2023 op 19,8, waar het gemiddelde van de laatste 25 jaar 16,3 bedroeg. Vergeleken met andere aandelenmarkten in de wereld is het verschil helemaal groot. De koers-winstverhouding van de MSCI Europe-Index stond eind december op 13 en in opkomende markten bedroeg de koers-winstverhouding 11,3.

Toch zijn Amerikaanse aandelen goedkoper dan het lijkt. Als de M7 eruit worden gefilterd, daalt de gemiddelde koers-winstverhouding van de S&P500 tot 15,4 en dat is alweer lager dan het gemiddelde over de afgelopen 25 jaar.



M7 verwijst naar de [speelfilm](#) uit 1960 en 2016

Inclusief de M7 aandelen bedraagt de 2024^e KW voor de Verenigde Staten 19,8. Dat is hoger dan het langjarig gemiddelde met een KW van 16,3

De impact van de performance van de M7 aandelen op de S&P 500 index en zelfs op de wereldindex is enorm

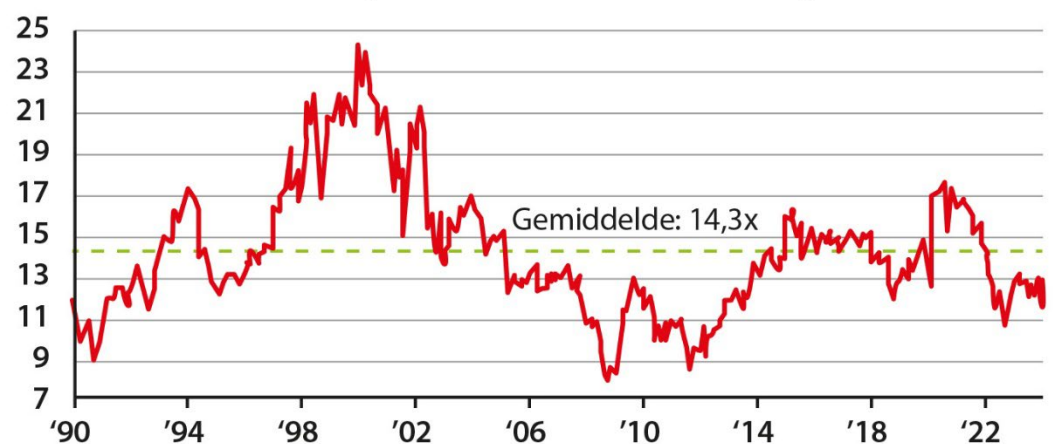
Zo duur zijn die Amerikaanse aandelen historisch gezien dus nog niet. De overige 493 aandelen van de S&P 500 zouden zonder de M7 in 2023 'slechts' 7% zijn gestegen, terwijl de grote zeven binnen diezelfde index in 2023 gemiddeld meer dan 100% stegen.

In tegenstelling tot wat men zou verwachten, waren deze M7 aandelen gezamenlijk niet zo volatiel, grote beursdalingen daargelaten. Het blijkt zelfs dat de S&P 500-index met deze grote technamen niet volatieler is dan zonder deze bedrijven in de index. Dat lijkt misschien niet logisch nu de volatiliteit van elk individueel aandeel hoger is dan de index als geheel maar de correlaties tussen de M7 aandelen zijn bescheiden. De M7 aandelen zijn immers goed gespreid, met daarmee dus eveneens grote verschillen in groeivoorzichten, kansen en risico's. De cloudactiviteiten van Microsoft, Alphabet en Amazon wijken volledig af van de elektrische auto's van Tesla, de ambities van Facebook-moeder Meta, de chips van Nvidia en de consumentenelektronica en het dienstenpalet van Apple.

De 2024^e KW voor de Europese beurs ligt thans op een niveau van 13

De waardering staat daar mee duidelijk onder het lange termijn gemiddeld in Europa en onder het niveau van de Verenigde Staten

KW MSCI Europa Koers/Winstverhouding



M7	KW
Meta	22
Amazon	68
Apple	31
Google	25
Microsoft	36
Nvidia	115
Tesla	75

Techbubbel 2000	
Intel	41
Cisco	100
Dell	57
Microsoft	51

Nifty Fifty 1972	
Coca Cola	46
McDonalds	71
Texas Instruments	40
IBM	36
Xerox	46
Polaroid	95

Door de jaren heen zijn er weinig bedrijven die tot de dominantste bedrijven blijven behoren

Het is vaker voorgekomen dat een aandelenmarkt zo gedomineerd werd door slechts een aantal, (veelal technologie) bedrijven. Een situatie die meestal niet houdbaar is op lange termijn. Als we de waarderingen van de M7 bedrijven nu bekijken, zijn deze van vergelijkbare hoogte als beleggers bereid waren te betalen voor de "Nifty 50" aandelen in 1972 en de technologie-aandelen gedurende de internet bubbel van 2000.

De waardering van Nvidia, schoot recent bijvoorbeeld omhoog vanwege de opwinding rond kunstmatige intelligentie en kent nu een hogere koers-winstverhouding dan enige ander aandeel uit de eerder genoemde periodes. Kijken we naar de lijst met aandelen uit die eerdere periode in 1972 en 2000 dan valt op dat maar één aandeel daarvan nu weer in de top voorkomt. Slechts Microsoft wist zich te handhaven op de lijst met namen die nu en eerder de markt domineerden. Dit geeft niet alleen aan hoe knap deze prestatie van Microsoft is, maar ook hoe moeilijk het is om langdurig in de juiste selectie bedrijven te beleggen. Met dergelijke hoge waarderingen kunnen fantastische bedrijven veranderen in verschrikkelijke beleggingen. Cisco, nog steeds een goed bedrijf, staat nu bijvoorbeeld rond dezelfde koers als in 2000 en Polaroid bestaat inmiddels niet meer. Andere bedrijven zoals Coca Cola en Mc Donalds zijn nog net zo goed als toen ze nog 'nifty' waren, maar beleggers verwachtten al lang niet meer zoveel groei als destijds.

De geschiedenis toont aan dat het onwaarschijnlijk is voor bedrijven om zo'n dominante positie in te nemen als ze niet doorlopend iets unieks kunnen blijven bieden. Dus wat is het te volgen pad voor beleggers die bang zijn dat de M7 te hoog gewaardeerd zijn maar tegelijkertijd bang zijn de volgende rally te missen? Een issue dat ook geldt voor de gehele S&P 500 index die nu voor circa 30% in de M7 is belegd. Het is overduidelijk een groot risico (zeker om de index bij te houden) om niet in de grote technologie bedrijven belegd te zijn maar dan wel met enige voorzichtigheid ten aanzien van de totale weging in de M7 aandelen waar op dit moment al zoveel beleggers zo enthousiast over zijn.