



Ontwikkelingen Q1 2022

Na een goed 2021, hebben de financiële markten in het eerste kwartaal van 2022 een forse stap teruggedaan. De onrust op de wereldwijde aandelenbeurzen komt vooral door het beleid van de Fed, de Amerikaanse centrale bank. In een paar weken tijd verschoof de nadruk in het Fed-beleid van het ondersteunen van de economie naar het bestrijden van inflatie. Van een ruim naar een krasser monetair beleid. De ruime steun van centrale banken aan de economie, met zeer lage rentes en overvloedig geld, wordt duidelijk teruggeschroefd. De rentes liepen op en de koersen van obligaties en van veel aandelen zetten de daling in.

Geopolitieke crises, hoe erg ze soms ook zijn, leiden veelal tot korte dalingen op aandelenbeurzen

Toen Rusland op 24 februari jl. vervolgens, geheel tegen verwachting, Oekraïne binnenviel, nam het negatieve sentiment verder toe. Naast het feit dat de energie- en grondstoffenprijzen tot extreme niveaus stegen en er opnieuw problemen in de toeleveranciersketen ontstonden, zorgde de Russische invasie voor ongekende wereldwijde geopolitieke spanningen. Met uitzondering van de aandelen van energiebedrijven, mijnbouwbedrijven en goud, ging vrijwel alles in de uitverkoop.

Sinds 2000 is in de afgelopen 21 jaar 13 keer sprake geweest van een tussentijdse daling van de wereldwijde aandelenkoersen met meer dan 10%

Na een tussentijds verlies van 10% verloor de in euro's gemeten MSCI Wereld Index het eerste kwartaal 3,9%. Het verlies van deze index werd enigszins beperkt door het oplopen van de Amerikaanse dollar, die met 2% steeg ten opzichte van de euro. Mede omdat Europa voor haar energievoorziening sterk afhankelijk is van Rusland en het conflict zich relatief dichtbij afspeelt, reageerden veel Europese aandelenmarkten heftiger. Zo kende de MSCI Europe Index de afgelopen periode een dieptepunt van ruim 14% om het kwartaal af te sluiten met een verlies van 5,9%. Na een zeer matig 2021 bleven de aandelenkoersen van de opkomende markten aanvankelijk goed liggen, maar uiteindelijk konden ook zij zich niet onttrekken aan het negatieve sentiment, waardoor de MSCI Emerging Market Index 5,5% verloor. Onder invloed van de hardnekkig hoge inflatie en de agressievere toon van centrale banken, kenden de obligatiemarkten een zeer slecht kwartaal en sloot de Europese obligatie index af met een verlies van 5,4%.

Tot dusver géén goed millennium

Buiten de V.S. hebben aandelen sinds 2007 nog geen voortgang geboekt



De wereldindex doet het al jaren goed. Maar zonder de V.S. hebben aandelen sinds 2000 slechts een beperkt koersresultaat behaald

De koersen van niet-Amerikaanse aandelen zijn sinds 2000 met slechts 1,2% per jaar gestegen. Dividenden zijn hier echter niet in meegenomen. Desalniettemin is de achterstand op de V.S. heel groot geworden.

Zowel aandelen- als obligatiekoersen daalden dit kwartaal. Alleen alternaties wisten rendement te behalen

De door Philipse & Co beheerde portefeuilles kenden een moeilijk eerste kwartaal, waarbij de zakelijke waarden achterbleven bij het marktgemiddelde. Alhoewel de alternatieve beleggingen het kwartaal met een plusje wisten af te sluiten, was het ruim onvoldoende om de daling van een aantal van onze aandelenmanagers te compenseren. Zo daalden bijvoorbeeld de koersen van het Allianz Europe Equity Growth Fund (zie ook hieronder) en de twee fondsen van Comgest relatief sterk. Ondanks het feit dat deze managers juist beleggen in kwaliteitsbedrijven, die onder meer gekenmerkt worden door sterke balansen, pricing power en stabiele winstgroei, zorgde de oplopende kapitaalmarktrente voor verkoopdruk van deze op groei gerichte aandelen.

De vlag al jaren in top voor Amerikaanse aandelen



terwijl aandelen buiten de V.S. en het afgelopen jaar in China duidelijk achterbleven



Terwijl de waarderingen inmiddels zeer aantrekkelijk waren, vielen de prestaties van onze beleggingen in China dit kwartaal helaas nog tegen. Dit had met name te maken met de angst dat Chinese bedrijven hun beursnotering in Amerika dreigen kwijt te raken. Met de op 2 april jl. voorgestelde regelwijziging van de China Securities Regulatory Commission valt echter mogelijk een grote hindernis weg voor in de VS genoteerde Chinese bedrijven en lijkt de kans op sterk herstel groter geworden.

De vastrentende waarden presteerden de afgelopen drie maanden min of meer in lijn met het marktgemiddelde. Naast het feit dat de gehele markt te maken had met de sterk oplopende kapitaalmarktrente, had een aantal van onze managers duidelijk ook last van het wijder worden van de spreads als gevolg van de 'risk-off modus'. Hierdoor daalden de koersen van met name bedrijfsobligaties, emerging maket debt en high yield obligaties sterk. Zolang er echter geen grote hoeveelheid defaults in de door ons geselecteerde obligatiefondsen plaatsvindt, zullen de relatief hoge couponbetalingen en het normaliseren van de markt, net als in het verleden, voor herstel zorgen. Daarnaast beschermt de lage duration van het Pimco Income Fund en het Pimco Diversified Income Fund ons enigszins tegen het mogelijk verder oplopen van de kapitaalmarktrente.

Alhoewel de aanhoudende hoge inflatie en de geopolitieke spanningen een duidelijk negatief effect zullen hebben op de wereldwijde economische groei, gaan wij er voorsnog niet vanuit dat wij op korte termijn in een recessie zullen belanden. Door de hoge inflatie, de krapte op de arbeidsmarkt en de hernieuwde problemen in de toeleveringsketen zal de winstgroei weliswaar neerwaarts worden bijgesteld, maar door negatieve reële rente blijven aandelen relatief gezien aantrekkelijk. Aangezien de V.S. voor haar energievoorziening niet afhankelijk is van Rusland en het conflict zich voor hen op grote afstand afspeelt, zullen wij posities in de V.S. ophogen.

Stijgende inflatie, dalende markten

De neergang op de beurs ligt niet aan de staat van de economie. Volgens het Internationaal Monetair Fonds zwakt de wereldwijde economische groei in 2022 weliswaar af maar er is met 4,4% (inmiddels misschien iets lager) nog steeds sprake van een aanzienlijke groei. Maar het snelle economische herstel na de coronacrisis van 2020 speelt wel een rol bij de daling op de beurs. Door de miljardensteun van centrale banken en overheden veerde de vraag van consumenten sneller op dan verwacht terwijl de productie als gevolg van de crisis juist afnam. Deze disbalans leidt ertoe dat de prijzen stijgen. De inflatie is inmiddels fors opgelopen en is hardnekkiger dan verwacht, mede door de gestegen energieprijzen.

De lage rente was duidelijk een steunpilaar van de stijgende aandelenkoersen en de hoger dan gemiddelde waarderingen. Een stijgende rente heeft een negatieve invloed op aandelenkoersen, omdat de waarderingen dalen. Er hoeft dus niets negatiefs aan de hand te zijn bij de bedrijven zelf. Het is vooral de hogere rente, die beleggers nerveus maakt. Niet alleen obligatiebeleggers, die de koers van de obligaties in hun portefeuille flink zien dalen bij een stijgende rente, maar ook aandelenbeleggers.

Bij een hogere rentevergoeding op obligaties, worden aandelen relatief minder aantrekkelijk. Een minder risicovolle beleggingscategorie als obligaties levert dan immers een hoger rendement dan daarvoor. Maar ook aandelen zelf zijn gevoelig voor een stijgende rente. De waardering van de kasstromen en winst in de toekomst worden afgezet tegen, of verdisconteerd met, de rente. Hoe hoger de rente, hoe minder de winst die in de toekomst wordt behaald nu waard is en andersom. Zo'n voorschot op de toekomstige winst maakt de waardering van een aandeel gevoelig voor economische veranderingen, zoals de rente. Maar ook de winst van bedrijven kan minder hoog uitvallen door een hogere rente. Een bedrijf met veel schulden zal bijvoorbeeld een hogere rente moeten betalen.

Niet alle aandelen zijn even gevoelig voor de stijgende rente. 'Groeibedrijven' kenmerken zich door hun groeipotentieel en de focus op de winst op *lange* termijn. Bij 'waardebedrijven' speelt de economische cyclus een grotere rol in de waardering, omdat deze invloed heeft op winsten op de *korte* termijn.

Inflatie is het grootste risico voor de markten nadat de wereld zich herstelt van Covid

Dit kwartaal was het verlies op obligaties bijna net zo groot als op aandelen

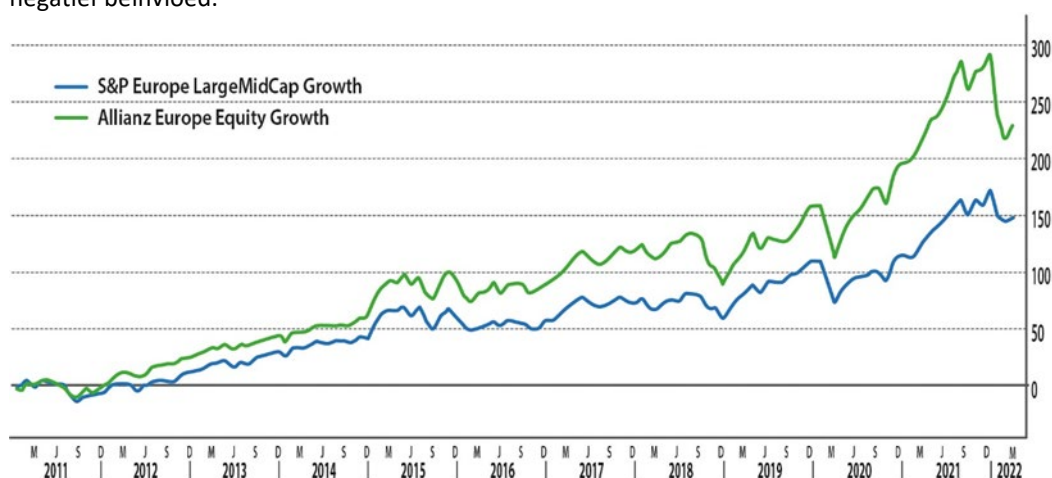
Met de rentestijgingen in de eerste weken van 2022 werden de aandelen van groeibedrijven harder geraakt. Voorbeelden van groeiaandelen zijn technologie- en internetbedrijven

De status van de economische cyclus heeft minder impact op groeibedrijven, echter hun rentegevoeligheid is groter. Met de rentestijgingen in de eerste weken van 2022 werden de aandelen van groeibedrijven harder geraakt.

Allianz en Comgest beleggen in bedrijven met dominante marktposities, groeipotentieel en hoge winstgevendheid, ongeacht de economische cyclus

De fondsen van Allianz en Comgest hebben een beleggingsfilosofie met een lange horizon en zijn gericht op groeibedrijven van hoge kwaliteit. Hiermee pogen zij de impact van onvoorspelbare gebeurtenissen, die buiten de controle van de bedrijven vallen, zoveel mogelijk te beperken. Met onder meer een sterke balans zijn deze bedrijven minder afhankelijk van kapitaal van buiten het bedrijf en dat biedt de mogelijkheid om in periodes van economische neergang te investeren en zo hun marktpositie verder te versterken. Deze strategie heeft ertoe geleid dat zij, soms al decennia lang, sterk bovengemiddelde resultaten hebben kunnen laten zien. Maar stijgende rentes betekenen meestal een (tijdelijke) tegenwind voor groeiaandelen en dit heeft het rendement in onze beheerportefeuilles, die deels in deze fondsen zijn belegd, dit kwartaal negatief beïnvloed.

Door zich te concentreren op ondernemingen die marktleider zijn, en die in staat zijn om een bovengemiddeld rendement op het geïnvesteerde kapitaal te behalen, weten zij een duidelijk hoger netto resultaat te behalen dan de index



Ondanks een enkel minder jaar, weet Allianz Europe Equity Growth Fund hogere rendementen te behalen.

Bedrijven met een sterk merk kunnen hogere productiekosten gemakkelijker doorberekenen aan de consument. Zij hebben prijszettend vermogen terwijl grondstof- en energie-intensieve bedrijven de gestegen prijzen soms maar beperkt kunnen doorberekenen

De bedrijven waarin Allianz en Comgest belegd zijn, verkopen producten en diensten die mensen en bedrijven te allen tijde nodig hebben. Dergelijke bedrijven rekenen doorgaans hoge brutomarges en hebben veelal een lage kapitaalintensiteit waardoor zij hun prijzen kunnen verhogen als dat noodzakelijk is. Deze kenmerken beschermen het winstvermogen van bedrijven tegen inflatie. Deze bedrijven zijn in de tientallen jaren dat zij bestaan al vaker door een periode met stijgende rente gegaan. Wij hebben er vertrouwen in dat zij ook deze periode goed zullen doorstaan.

Bedrijven van hogere kwaliteit zijn in staat om hun winst boven de inflatie te laten groeien

Deze beleggingsfondsen beleggen in bedrijven die het goed doen en worden daar ook voor gewaardeerd op de beurs, maar in tijden van stress zie je dergelijk aandelen bovengemiddeld reageren omdat beleggers dan met name hun winsten willen veilig stellen. Veel bedrijven met hoge koers winstverhouding worden dan tijdelijk over één kam geschoren en worden ongeacht de fundamentele kracht in tijden van oplopende rente over de hele linie bovengemiddeld afgebouwd. Na een aantal maanden is dan veelal een krachtig hertstel zichtbaar omdat het businessmodel en de resultaten van de kwalitatief goede bedrijven feitelijk niet of nauwelijks gewijzigd zijn.

Wij doen geen voorspellingen over het toekomstig verloop van de rente maar uiteraard moet wel rekening gehouden worden met de mogelijkheid op een langere en/of hogere inflatie. Maar het is onverstandig om de vermogensverdeling significant aan te passen als reactie op verwachtingen die straks juist maar zeker ook onjuist kunnen blijken. Het deel van de portefeuille dat in kwaliteitsgroeiaandelen is belegd, heeft het wellicht op de korte termijn nog moeilijk aangezien de waarderingen door de rente mede worden beïnvloed, maar wij zijn van mening dat dit voor beleggers de beste manier blijft om te profiteren van waardecreatie op de lange termijn.