



Mijlpaal Philipse & Co



Nieuws

Philipse & Co werd opgericht in 1987 en had in 2007, bij de overname door een aantal van de huidige partners, minder dan € 50 miljoen onder beheer. Begin 2020 heeft Philipse & Co een mijlpaal bereikt en passeerden wij de grens van € 1 miljard aan toevertrouwd vermogen. Op dit moment beheren wij circa € 1,25 miljard. Deze groei hebben wij mede bereikt door de komst van nieuwe partners, maar vooral ook door het vertrouwen dat onze relaties ons hebben gegeven. Philipse & Co is in de afgelopen jaren uitgegroeid tot één van de grotere onafhankelijke vermogensbeheerders van Nederland.

Ontwikkelingen Q4 2020

Het jaar 2020 zal bij veel beleggers nog lang in het geheugen gegrift staan en weinigen van hen hadden op het dieptepunt van de financiële markten eind maart gedacht dat het jaar positief zou eindigen. Na het dramatisch verlopen eerste kwartaal zorgden met name de ogenschijnlijk ongelimiteerde monetaire en fiscale stimuleringsmaatregelen al tijdens het tweede kwartaal voor een ongekend snel herstel. Ook gedurende het derde kwartaal liepen de meeste koersen verder op. Vaak was hierbij echter sprake van een paar winnaars tegenover een grote groep verliezers en aangezien de winnaars veelal de zwaargewichten in de index waren, ontstond een enigszins vertekend beeld.

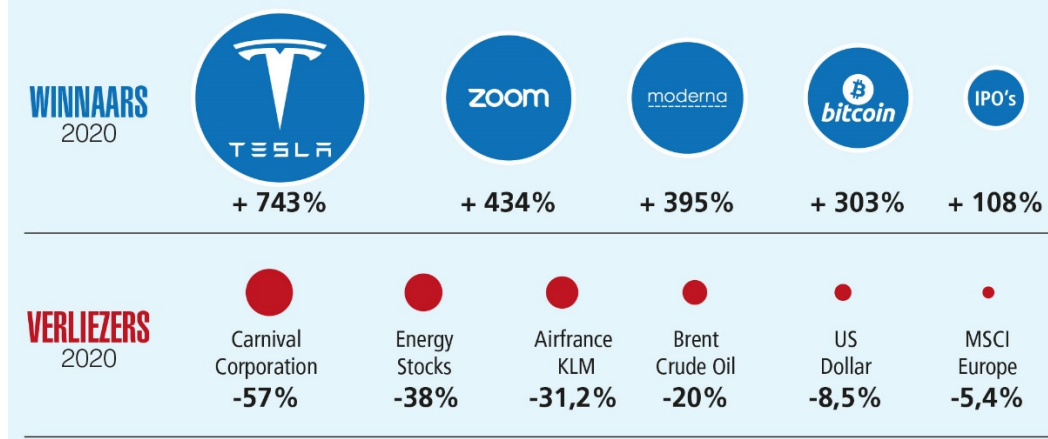
Gedurende de laatste drie maanden van het jaar kwam het herstel op de financiële markten zelfs in een stroomversnelling terecht. Alhoewel de Amerikaanse presidentsverkiezingen uiterst rommelig verliepen en spannend waren, viel met de overwinning van Joe Biden een grote onzekerheid weg. Maar het was vooral het nieuws dat eerst Pfizer en niet veel later Moderna een goed werkend vaccin hadden ontwikkeld dat de beurzen vleugels gaf. Door de hoop dat economieën binnen afzienbare tijd konden normaliseren, waren het dit keer niet de grote technologiebedrijven, maar met name de koersen van de achterblijvers en van meer cyclische bedrijven die hard opliepen.

Er was sprake van een 'K-vormig' herstel: nu grote veranderingen plaatsvinden in de manier waarop mensen leven en werken, staan sommige sectoren voor grote uitdagingen terwijl andere juist sterk profiteren

De COVID-19 pandemie heeft tot extreme winnaars en verliezers geleid

Speculatie en momentumgedreven beleggen, hielpen Tesla, Bitcoin en IPO's (beursintroductions) tot 3-cijferige rendementen

Vaccinproducenten en communicatie- en technologieaandelen zoals Moderna en ZOOM waren duidelijke winnaars toen de wereld in lockdown ging. De koersen van met name reis-, olie en vliegtuigaandelen stortte echter in, zodra het reizen tot stilstand kwam.



De MSCI wereld bestaat inmiddels voor 65% uit Amerikaanse aandelen en is daarmee niet langer een juiste afspiegeling van de wereldeconomie

Na een kwartaalwinst van 9% sloot de in euro's gemeten MSCI Wereld Index het jaar af met een winst van 5%. De winst van deze index was aanzienlijk groter geweest als de Amerikaanse dollar niet zo was verzwakt. In de laatste drie maanden verloor de munt 4,5% ten opzichte van de euro en kwam het verlies voor 2020 uit op 8,5% uit. De MSCI Europe Index deed het uitstekend en tekende het vierde kwartaal 10,5% bij, maar eindigde het jaar toch nog met een verlies van ruim 5%. Mede door de zwakker wordende dollar waren de prestaties van de opkomende markten goed. Na een sterk vierde kwartaal, waarin de MSCI Emerging Markets Index met 14% steeg, bedroeg de jaarwinst uiteindelijk bijna 6%.

2020 markeerde de start van een nieuw decennium, het einde van de langste economische expansie in de geschiedenis en de eerste daling van meer dan 20% in 10 jaar tijd maar tevens de kortste 'bearmarkt' in de geschiedenis

Door het uitblijven van inflatie en het aanhoudende ruime monetaire beleid liepen de obligatiekoersen verder op en daarmee daalde de kapitaalmarktrente opnieuw. De Europese obligatie-index boekte het laatste kwartaal een winst van 1,25% waarmee de winst voor het jaar 4% bedraagt.

De door Philipse & Co beheerde portefeuilles kenden een goed laatste kwartaal en eindigden het jaar positief. De pure aandelenbeleggingen presteerden de afgelopen periode in lijn met het marktgemiddelde, maar de alternatieve beleggingen konden de sterke stijging van de aandelenmarkten dit kwartaal niet bijhouden. Hierdoor bleven de prestaties van de zakelijke waarden de laatste drie maanden wat achter bij het marktgemiddelde, maar deed deze categorie het over het jaar 2021 als geheel beter dan de markt. Dit laatste was mede te danken aan de positieve resultaten van de alternatieve beleggingen tijdens het eerste kwartaal toen de aandelenmarkten juist sterke dalingen lieten zien.

Na een moeilijk eerste kwartaal lieten de door ons geselecteerde vastrentende waarden de rest van het jaar een heel mooi herstel zien. Door de opnieuw dalende spreads liepen de koersen van veel van onze beleggingen gedurende de laatste drie maanden hard op en kon de achterstand op het marktgemiddelde worden ingelopen. Hierdoor presteerden onze vastrentende waarden over 2020 uiteindelijk min of meer in lijn met de markt.

Aan de ene kant zullen de financiële markten de komende periode worden ondersteund door de hoop dat de economieën snel kunnen herstellen als gevolg van de uitrol van de verschillende vaccins en de aangekondigde en nog aan te kondigen stimuleringsmaatregelen. Dat laatste zal in Amerika overigens een stuk gemakkelijker gaan nu de Democraten, na de winst in Georgia, zowel de meerderheid in de Senaat als in het Congres hebben. Anderzijds blijft het aantal coronabesmettingen in veel delen van de wereld oplopen en zal het ook nog wel een tijd duren voordat er voldoende gevaccineerd is. Hierdoor zullen langere en meer lockdowns nodig zijn, hetgeen het herstel van grote delen van de economie tijdelijk in de weg zal staan.

Vooralsnog gaan wij er van uit dat het positieve gevoel overheerst en de koersen van aandelen verder kunnen oplopen, waarbij met name de achterblijvers en de meer cyclische bedrijven in trek zullen zijn. De verschuivingen die de pandemie heeft veroorzaakt, zijn deels van structurele aard en zullen mede van invloed zijn op onze beleggingskeuzes voor de lange termijn.

De irrationele normaal

Volgens Albert Einstein was de definitie van waanzin om telkens hetzelfde te doen maar steeds een andere uitkomst te verwachten. De rally van meer dan 50% van het dieptepunt op de Amerikaanse beurs was precies wat velen, vanuit een fundamenteel perspectief, niet verwachtten. Het lijkt waanzin om nog steeds te proberen de huidige omstandigheden op fundamentele gronden te verklaren. Het is het sterke marktsentiment dat op dit moment zondermeer de bepalende factor is, ongeacht het nieuws, zo lijkt het. Want ook al eindigde de aandelenbeurs in 2020 op het hoogste punt, het was een zeer frustrerend jaar voor veel beleggers. In 23 dagen tijd daalde de beurs immers ruim 30% om vervolgens in 9 maanden tijd weer ruim 50% te stijgen.

2021 begint met gevoelens van schroom en gekruiste vingers in de hoop dat de onderliggende fundamenten verbeteren om de huidige waarderingen te ondersteunen. De markt loopt wellicht vooruit op de onderliggende economie, maar hoop kan er soms ook voor zorgen dat we de realiteit uit het oog verliezen.

De koers-winstverhouding (k/w) kan een goede methode zijn om een aandeel of de gehele markt te waarderen. De k/w geeft het aantal keren winst aan dat beleggers bereid zijn te betalen voor aandelen. De aandelenmarkt beweegt in cycli met periodes waarin minder dan 10 en meer dan 20 keer de winst werd betaald. En afgezien van 'bubbels' is sprake van een piekwaardering als er een k/w van rond de 25 voor de gehele markt wordt bereikt.

Het duurt nog een aantal maanden voordat de vaccins de pandemie voldoende bestrijden

Just heard an employee use the "F word" on the trade floor. Maybe others will tolerate that kind of language, but don't you dare talk about Fundamentals here

De k/w geeft feitelijk het aantal jaren winst aan dat voor een aandeel betaald moet worden



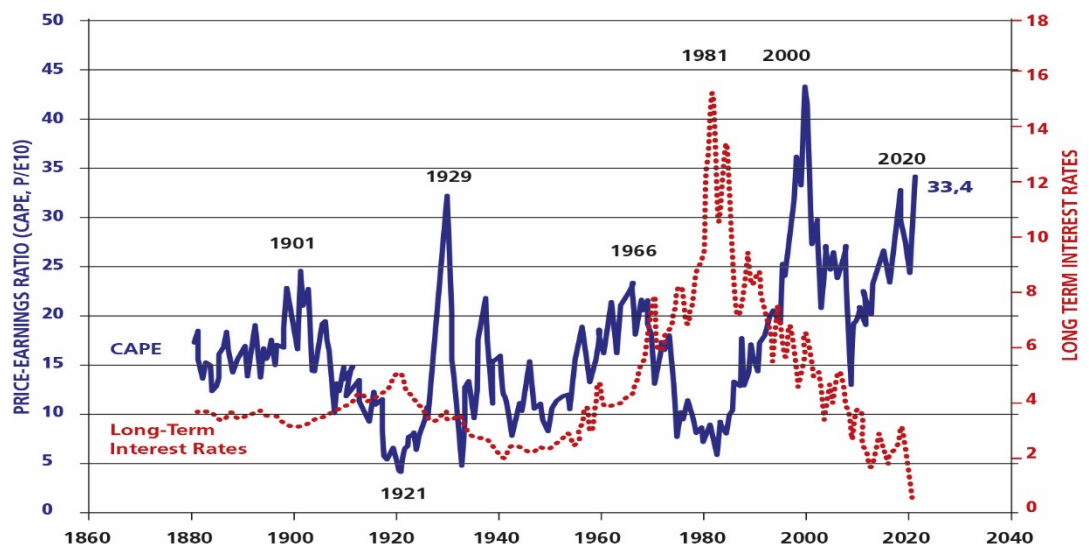
“Clearly, sustained low inflation implies higher prices of stocks. But how do we know when irrational exuberance has unduly escalated asset values?”

De hoogste k/w's worden in het algemeen behaald bij een hele lage en stabiele inflatie. Zodra dat omslaat in deflatie, zullen de winsten van bedrijven gaan dalen (de noemer van de k/w). Uiteraard leidt dit ook tot een daling van de prijs van aandelen (de teller van de k/w)

De hoogte van de k/w wordt sterk bepaald door rente en inflatie. In periodes met hoge inflatie verlangen beleggers een hoger rendement op hun beleggingen, ter compensatie van de inflatie en worden lagere k/w's betaald. Derhalve leidt hoge inflatie tot lage k/w's en lage inflatie tot hoge k/w's. De hoogste k/w's worden behaald bij een lage en stabiele inflatie. Negatieve inflatie (deflatie) en hoge inflatie zijn daarentegen geen goede economische omgeving.

Voormalig Fed-voorzitter Greenspan is beroemd geworden om zijn uitspraak eind 1996 dat de markten irrationeel hoog gewaardeerd waren. Zijn timing was slecht en de markten stegen hard door maar drie jaar later kreeg hij alsnog gelijk. De k/w van de Amerikaans markt staat nu, afgezien van de internetbubbel in 2000, op het hoogste punt ooit. En dat terwijl de wereldeconomie nog steeds ontwricht is en in onzekerheid verkeerd als gevolg van corona. Het is moeilijk te rechtvaardigen waarom de markt nu bijna net zo duur is als in 2000. Eén zeer belangrijke punt daargelaten; de rente is nu veel lager dan toen.

De zogenaamde CAPE-ratio is een betrouwbare indicator om naar k/w's te kijken. Hierbij wordt gekeken naar de gemiddelde winsten van bedrijven over periodes van 10 jaar, waardoor de effecten van economische cycli worden verminderd. De gemiddelde k/w in de V.S. op basis van deze ratio is over de afgelopen 140 jaar **17,1**. Dat is minder dan de helft van de huidige k/w van **34,5**.



CAPE staat voor *Cyclically-Adjusted Price-to-Earnings Ratio*. Hierbij wordt de prijs van een aandeel gedeeld door de gemiddelde winst van een bedrijf over de afgelopen 10 jaar. Hiermee worden conjunctuur gevoelige effecten verminderd.

De gemiddelde historische 10-jaars rente is 4,52% waarbij de extreem hoge rente eind jaren zeventig een grote afwijking was van de historische norm. De 10-jaars rente in de V.S. is nu circa 1% (Nederland -0,5%). Het is denkbaar dat de zeer lage rente de huidige hoge waardering rechtvaardigt, maar het is niet prettig voor te stellen wat er zou gebeuren als de rente duidelijk en langdurig gaat stijgen. De marktcorrecties in 2013 en eind 2018, die beide het gevolg waren van de angst voor een stijgende rente, waren daar goede voorbeelden van.

De relatie tussen beurswaarde en de huidige financiële prestaties is zoek

Amerikaans aandelen zijn, gegeven de lage rente, mogelijk niet irrationeel hoog gewaardeerd, maar een hoop goed nieuws is wel al ingeprijsd en er wordt uitgegaan van een nog langdurig lage rente. De laatste crises werden de kop ingedrukt doordat centrale banken meer geld drukten en de rente laag hielden. De belangrijkste les van de bijna-doodervaring van het financiële systeem in 2008 was om veel sneller en drastischer maatregelen te nemen. Als gevolg daarvan gaan beleggers er vanuit dat er geen massale faillissementen of beurscrashes zullen plaatsvinden. De irrationele waarheid lijkt dat we nu in een fase zitten waar er weinig aandacht is voor fundamentele waarderingen en men uitgaat van verder oplopende koersen. Een trend die voorlopig nog wel lijkt aan te kunnen houden.