



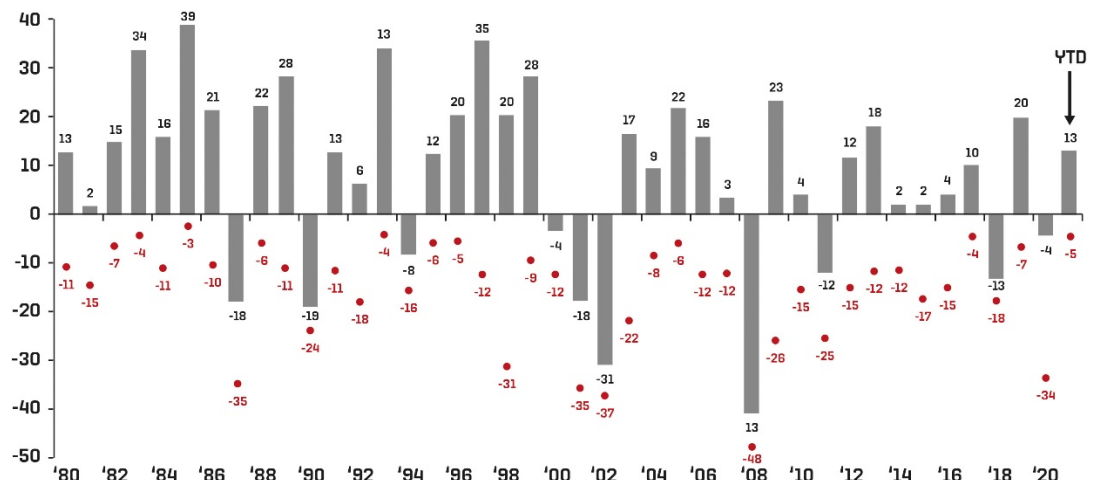
## Ontwikkelingen Q3 2021

*In het derde kwartaal nam de volatiliteit op de financiële markten toe*

Alhoewel de tussentijdse bewegingen op de financiële markten de afgelopen drie maanden aanzienlijk waren, kwamen veel koersen per saldo nauwelijks van hun plaats. Aan het begin van het kwartaal leken beleggers er van uit te gaan dat het economisch herstel al over haar hoogste punt heen was, waardoor de Amerikaanse 10-jaars rente weer tot onder 1,20% daalde en de koersen van zowel obligaties als aandelen stegen. De oplopende aandelenkoersen werden ondersteund door veelal beter dan verwachte tweede kwartaalcijfers en het opwaarts bijstellen van winstprognoses. Het waren met name de koersen van grote technologiebedrijven en andere groeiaandelen die hiervan profiteerden, terwijl de koersstijgingen van bedrijven die meer afhankelijk zijn van economisch herstel beperkter waren.

Aan het eind van het kwartaal zorgden hogere grondstofprijzen, tekorten op de arbeidsmarkt en aanhoudende beperkingen bij toeleveranciers, alsmede de aankondiging van de Fed dat het opkoopprogramma later dit jaar waarschijnlijk al zal worden teruggeschroefd, voor een kentering. De Amerikaanse kapitaalmarktrente liep hard op en koersen van aandelen en obligaties daalden fors. Angst voor besmettingsgevaar van problemen binnen de Chinese onroerendgoedsector en zorgen over de afzwakkende economische groei in China droegen verder bij aan het hernieuwde negatieve sentiment.

*Het is heel normaal dat ondanks significante tussentijdse dalingen een goed jaarrendement wordt gerealiseerd*



*De afbeelding laat zien dat flinke jaarlijkse bewegingen van de MSCI Europa-Index normaal zijn. De rode punt laat het laagste punt van het jaar zien en de grijze kolom het uiteindelijk jaarrendement.*

*De AEX-index bereikte met 800 punten een tijdelijk nieuw record.*

*Meer dan de helft van de jaarwinst van de AEX komt voor rekening van ASML dat met 90% steeg en waarvan het gewicht in de AEX-index 20% bedraagt*

De in euro's gemeten MSCI Wereld-index eindigde het derde kwartaal met een winst van 1% en daarmee bedroeg de winst voor het jaar ruim 16%. Deze winst is voor een deel toe te schrijven aan de dollar, die dit jaar met 6% in waarde toenam ten opzichte van de euro. De MSCI Europe-index steeg een half procent waarmee de winst voor het jaar op 14% uitkwam. De opkomende markten kenden een zeer matig kwartaal, de MSCI Emerging Market-index verloor ruim 6% in euro's en de winst voor het jaar viel daarmee terug tot 3%. De kapitaalmarktrente kwam per saldo niet veel van haar plaats en de Europese obligatie-index eindigde het derde kwartaal ongewijzigd, waarmee het verlies voor het jaar op 2,3% bleef staan.

De meeste beheerportefeuilles van Philipse & Co sloten het derde kwartaal af met een klein verlies. Terwijl de alternatieve beleggingen een bescheiden winst lieten zien, verloren de pure aandelenbeleggingen een deel van hun waarde. De teruggang was gelukkig beperkt en eigenlijk volledig toe te schrijven aan de matige prestaties van China en de omliggende landen waarin wij een relatief groot deel van onze aandelenbeleggingen hebben gealloceerd. De vastrentende beleggingen deden het dit kwartaal wederom goed en onze managers waren in staat om de out-performance ten opzichte van het marktgemiddelde verder uit te breiden.

*De oplopende inflatie is volgens centrale bankiers een tijdelijk fenomeen en een na-ijleffect van de coronacrisis, maar men gaat inmiddels wel uit van een iets hogere inflatie*

Alhoewel een aaneenschakeling van meerdere tijdelijke prijsstijgingen natuurlijk een langdurig effect op de inflatie kan hebben, gaan wij er voorlopig van uit dat de oplopende inflatie niet structureel van aard is. Bovendien hebben zowel de Fed als de ECB duidelijk aangegeven anders om te zullen gaan met inflatie en daaruit kunnen we opmaken dat de reële rente nog wel even negatief zal blijven en dat zal de relatief hoge waardering van aandelen blijven ondersteunen. Ondanks de recente volatiliteit op de financiële markten en de afzwakkende economische groei denken wij daarom dat het nemen van risico de komende periode nog steeds zal worden beloofd. We verwachten wel een hogere volatiliteit waarbij de rendementen waarschijnlijk lager zullen liggen dan aan het begin van het herstel.

## De V.S. premie

Amerikaans aandelen hebben het de afgelopen tien jaar veel beter gedaan dan de aandelen van andere landen in de wereldindex. Waar de aandelen in de V.S. bijna 300% zijn gestegen, staan veel andere internationale beurzen, zoals Europa, nog maar net boven het niveau van 2007. Indien de jaarlijkse dividenden, die buiten de V.S. doorgaans hoger zijn, worden meegenomen, is het verschil over de afgelopen 10 jaar nog steeds rond de 200%. Dit gezegd hebbend en kijkend naar de historie is er sprake van cycli, zo deden de V.S. het juist weer veel slechter tussen 2000 en 2010. Als deze cyclus zich weer herhaalt, zouden de V.S. het het komend decennium het relatief gezien wel eens een stuk minder kunnen gaan doen. Lettend op het schuldenniveau en de waardering van aandelen in de V.S., is dit geen onrealistisch scenario.

*De schuldenniveaus van de meeste andere landen zijn minder hoog dan die van de V.S. en de waarderingen van aandelen zijn lager en daardoor de te verwachten rendementen hoger*

Met een koers/winstverhouding van ruim 21 is Amerikaanse aandelenbeurs hoog gewaardeerd. Hierbij wordt gekeken naar de winst van het komend jaar. Omdat winsten soms erg kunnen fluctueren, bijvoorbeeld door de extreme geldcreatie van centrale banken, is het beter om naar gemiddelde winstcijfers te kijken. De zogenaamde [CAPE-ratio](#) is derhalve een meer betrouwbare indicator k/w's te beoordelen. 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**. Dat is minder dan de helft van de huidige k/w van **38**. Een k/w van 38 is de hoogste ter wereld. Dit niveau is net onder het niveau van de technologiebubbel in 2000 en circa 20% boven het niveau van de piek in 1929. Ter vergelijking Canada staat op 25, het Verenigd Koninkrijk op 15 en China op 18. [Onderzoek geeft aan](#) dat bij een CAPE ratio van 38 de komende 15 jaar nauwelijks rendement verwacht hoeft te worden, terwijl het gemiddeld verwacht rendement bij een ratio van 15 circa 7% bedraagt.

De verklaring is duidelijk en vaak besproken, met name de Amerikaanse aandelenmarkt is jaren ondersteund door schuld- en monetaire expansie. Terwijl dit de groei van het land enorm heeft geholpen, is het land ook met een zeer grote schuldenlast opgezadeld. De totale schuld in verhouding tot het BBP is vandaag grofweg 390% ([waarvan 235% particuliere schuld](#)). Voor 1980 was dit niveau redelijk constant en bedroeg deze rond de 150%, maar is sindsdien almaar opgelopen.

*Al met al lijken aandelen in de V.S., met natuurlijk een grote rol voor een aantal tech-bedrijven, niet de meest gunstige regio voor het komend decennium*

Het is onwaarschijnlijk dat de V.S. op de lange termijn door blijven gaan met het stimuleren van de economie door het creëren van meer schuld. De dalende rente hebben mensen en bedrijven geholpen en hen de kans te geven schulden te herfinancieren tegen een almaar lagere rente. Het is te vroeg om te zeggen wanneer en hoe deze situatie zal normaliseren, maar nu wij wellicht de piek bereikt hebben van de totale schuldenlast ten opzicht van het BBP, is het te verwachten dat de liquiditeit in de markt de komende jaren zal afnemen.

Bij het overwegen van een belegging in de V.S. is het goed om te weten dat een hoge waardering en enorme schulden op de korte termijn nog geen significante impact hoeven te hebben, maar wel van grote invloed kunnen blijken op de lange termijn.

## De China discount

Chinese aandelenkoersen hebben negatief gereageerd op het feit dat de Chinese overheid verschillende wijzigingen in de regelgeving heeft doorgevoerd die gevolgen hebben voor diverse sectoren. De overheid lijkt met een nieuw offensief gestart te zijn in haar strijd om snelgroeiende Chinese bedrijven in het gareel te krijgen. In de afgelopen jaren kozen de Chinese autoriteiten al voor een harde opstelling tegenover het bedrijfsleven, met maatregelen op het vlak van financiële regulering en mededinging. Eens in de zoveel tijd willen de Chinese autoriteiten laten zien wie er de baas is. Op dit moment ligt de focus op dataveiligheid (wat op zichzelf overigens geen slechte ontwikkeling is) hetgeen leidt tot een verslechtering van het beurs sentiment rond (technologie)aandelen. Na verloop van tijd focussen beleggers zich dan weer op het groeipotentieel op de lange termijn van aandelen in het algemeen en de technologiesector in het bijzonder en wordt het sentiment doorgaans weer vriendelijker.

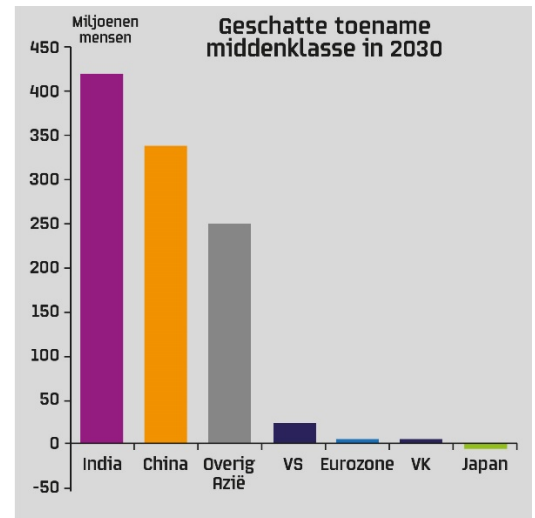
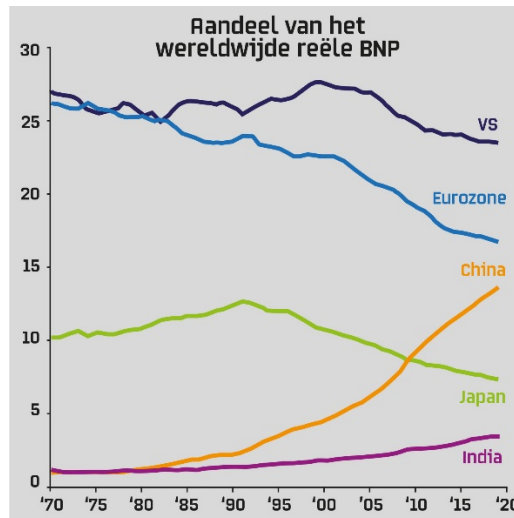
In de jaren rond de wereldwijde kredietcrisis (2007) handelden Chinese aandelen op basis van de koers-boekwaardeverhouding (P/B ratio) met een flinke premie ten opzichte van de westerse landen. Dit reflecteerde een sterk geloof in de superieure lange termijn groeivoorzichten van opkomende landen en China in het bijzonder.

*Terwijl China het binnen de opkomende landen-index de afgelopen 10 jaar juist beter deed, is die outperformance in het afgelopen jaar volledig ingeleverd*

*Opkomende landen krijgen een steeds belangrijker rol in de totale wereldwijde groei*

*Door de toename van de middenklasse in deze landen zal deze trend zich voortzetten*

*De weging van de V.S. van 65% in de wereldindex representeert de werkelijke economische verhouding in de wereld niet*



Toen de sterke groeivoorzichten enigszins werden gematigd, is die premie circa tien jaar geleden echter omgeslagen in een behoorlijke discount. Nadat de Chinese overheid de regelgeving voor het bedrijfsleven heeft aangescherpt en na de problemen bij onroerend goed bedrijven zoals Evergrande, is de discount in de laatste maanden zelfs opgelopen tot het hoogste niveau dat we ooit gezien hebben in de moderne tijd. Daarnaast is de correlatie tussen China en andere opkomende landen veel lager geworden. China wordt nu anders beoordeeld en gewaardeerd dan de overige landen. Zo wist China de pandemie veel sneller te beteugelen, hetgeen positief was voor Chinese aandelen, maar leidden de recente ontwikkelingen juist weer tot een sterke Chinese underperformance.

De opkomende landen en China zijn overwogen in de door ons beheerde portefeuilles en dat heeft de performance dit jaar negatief beïnvloed, maar na de recente daling en gezien de relatief hoge economische groei, zijn de rendementsvoorzichten naar onze mening aantrekkelijk. De grotere volatiliteit die kenmerkend is voor deze regio nemen wij als lange termijn belegger op de koop toe.

Edzard van Citters Sandy Doop Derk Doyer Wouter Parlevliet Rob van Roozendaal Jan Stoop Ron van Veldhoven Omar Zee

Philipse & Co, opgericht in 1987, is met 1,3 miljard euro onder beheer 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.