



Ontwikkelingen in Q3 2013

Het herstel van de economie zet in het derde kwartaal voorzichtig door

Ondanks de oplopende kapitaalmarktrente en de dreiging van een Amerikaanse aanval op Syrië kenden de wereldwijde aandelenmarkten per saldo een sterk derde kwartaal. In Europa kwam de inkoopmanagers index voor het eerst sinds januari 2012 weer boven de 50 uit, hetgeen duidt op een voorzichtig expanderende economie. Daarnaast bleek het bruto nationaal product over het tweede kwartaal te zijn gegroeid en dat was sinds het derde kwartaal van 2011 niet meer voorgekomen. Mede hierdoor was er in het afgelopen kwartaal een positieve rol weggelegd voor met name de Europese aandelenmarkten.

Alhoewel de vooruitzichten voor een sterkere dollar naar onze mening duidelijk aanwezig zijn, verloor de Amerikaanse munteenheid de afgelopen drie maanden meer dan 3% ten opzichte van de euro. Naast het feit dat het economische nieuws in Europa verbeterde, verraste de Amerikaanse centrale bank de financiële markten door aan te kondigen het huidige opkoopprogramma van 85 miljard dollar per maand voorlopig onverminderd voort te zetten. Ook de recente patstelling met betrekking tot de begroting en het naderende plafond van de staatschuld helpen de dollarkoers niet.

Huidig schulden plafond van \$ 16.700.000.000.000 is te laag...

Gedurende het derde kwartaal steeg de MSCI Wereld Index in euro's met 4% en nam de Europese index met ruim 8% in waarde toe. De Emerging Markets Index steeg met 1,7% en de hedgefonds index sloot het derde kwartaal vrijwel onveranderd af. De ontwikkeling van de kapitaalmarktrente was niet eenduidig. Zo liep de rente in de sterk geachte landen wat op, terwijl deze in de zwakkere landen juist daalde. Al met al nam de Europese All-Bond obligatie-index de afgelopen drie maanden met 1% toe en bleef de Europese AAA obligatie-index onveranderd.

De door Philipse & Co beheerde portefeuilles lieten een gemengd beeld zien. Onze beslissing om winst te nemen op een groot deel van de obligaties en over te stappen naar beleggingen die minder gevoelig zijn voor een oplopende kapitaalmarktrente pakte goed uit. Mede hierdoor presteerden de defensieve portefeuilles ruimschoots beter dan de markt.

De Amerikaanse economie wordt nog te zwak geacht om op eigen benen te staan

Onze relatief voorzichtige positionering met betrekking tot zakelijke waarden zorgde er voor dat de offensieve portefeuilles dit kwartaal juist achterbleven bij het marktgemiddelde. Alhoewel ook deze portefeuilles in waarde toenamen, konden zij de onverwachte snelle en sterke stijging van de aandelenmarkten niet bijbenen. Sommige van de door ons geselecteerde managers die bescherming moeten bieden bij neergaande markten moesten wat terrein prijsgeven en daarnaast drukten het belang in de opkomende markten en de zwakke dollar het resultaat. De door ons geselecteerde managers presteerden wel beter dan hun benchmark. Ondanks de teleurstellende prestaties van de opkomende markten in het algemeen blijven de lange termijn vooruitzichten goed.

Paradoxaal genoeg is dit goed nieuws voor de aandelenmarkten

Door het enorm ruime monetaire beleid van de centrale banken is er al weer enige tijd sprake van relatieve rust op de financiële markten. Het sentiment verbetert en veel Westerse economieën komen langzaam uit het dal of zien de groei weer wat aantrekken. De kapitaalmarktrente is opgelopen maar bevindt zich nog steeds op een historisch zeer laag niveau. Dit alles rechtvaardigt een verder oplopend aandelenbelang in de portefeuilles. We mogen echter niet negeren dat met het ultraruime monetaire beleid vooral tijd is gekocht en een situatie is ontstaan waarbij onduidelijk is wanneer de economie weer in staat is om op eigen kracht te draaien en met welke bijwerkingen dit gepaard zal gaan. Niemand weet bovendien wat de gevolgen zullen zijn als de Centrale Bank de verruimende maatregelen gaan afbouwen. Alleen de aankondiging al van de eerste stappen naar normalisering (tapering) hadden behoorlijk wat negatieve effecten.

De afbouw van het ruime monetaire beleid is terra incognita

Neergang van opkomende markten?

Aandelen van opkomende landen (EM) presteerden de afgelopen twee jaar ondergemiddeld. Een belangrijke reden hiervoor is dat de hoge economische groei van EM afgenomen is. Ook dit jaar laten de financiële markten en valuta's van de meeste EM een koersverlies zien. Door het lichte economische herstel in de V.S. verdwijnt de noodzaak van de Fed om de stimuleringsmaatregelen te handhaven. Dit vooruitzicht heeft opvallend genoeg vooralsnog meer effect op EM dan op de ontwikkelde landen. Een deel van de grote hoeveelheid goedkope dollars is naar EM gevloeid omdat daar een hoger rendement kon worden behaald. Nu het de verwachting is dat de Fed het stimuleringsbeleid gaat afbouwen, ontstaat een tegenovergestelde beweging op de kapitaal- en valutamarkten. De vrees is dat veel EM hun relatief hoge groei verder zullen zien afnemen.

De onrust in Turkije, Brazilië en Egypte droegen bij aan het negatieve sentiment

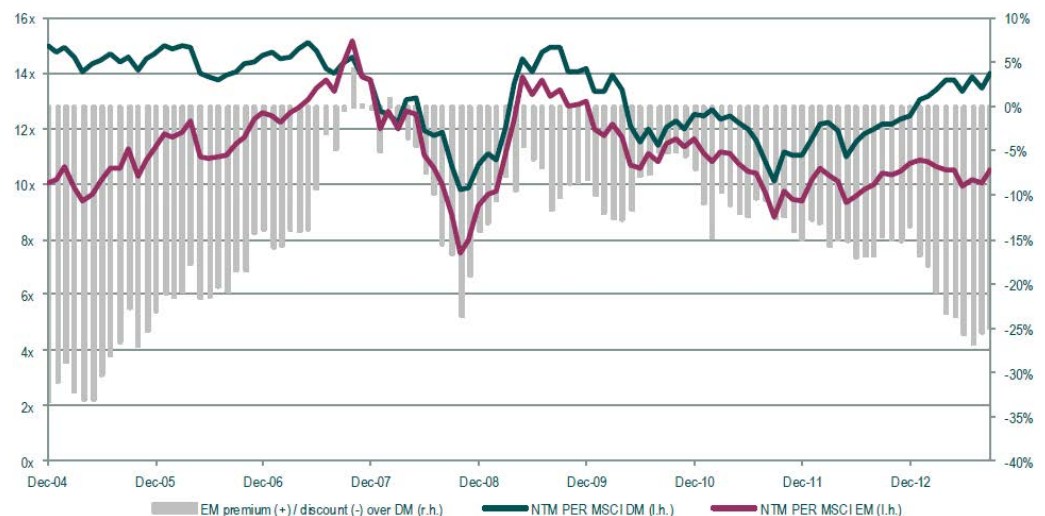
De risicoaversie ten aanzien van de EM is op dit moment erg hoog maar de lange termijn vooruitzichten voor de meeste opkomende economieën zijn nog steeds veel beter dan die van Westerse economieën. De groei in EM ligt nu gemiddeld rond de 3 a 4% vergeleken met een groei van rond de 1% in het Westen.

De Wereldbank voorziet in Oost-Azië een groei van 7,1 procent dit jaar en 7,2 procent volgend jaar

Beleggen in EM loont op lange termijn maar de koersontwikkeling is altijd aanzienlijk grilliger dan in de meer ontwikkelde markten. Een snelle verkrapping van het Amerikaanse monetaire beleid was in het verleden nogal eens de aanzet tot pijnlijke crises in EM. In veel landen staan de economieën er echter fundamenteel duidelijk beter voor dan toen. De schulden aan het buitenland zijn lager, de deviezenreserves veel hoger en een aantal landen is minder kwetsbaar geworden voor valutaschommelingen doordat zij meer schuld papier in hun eigen valuta heeft uitgegeven.

De prognose voor de groei van de Chinese economie dit jaar is bijgesteld van 8,3% naar 7,5%

De zwakke ontwikkeling van EM in de afgelopen jaren zorgt voor een discount van circa 25% t.o.v. ontwikkelde landen



Linker as: Koers-winstverhouding over de komende 12 maanden. Rechter as: Premie/discount t.o.v. ontwikkelde landen. Het waarderingsverschil tussen ontwikkelde en EM is op een niveau dat overeenkomt met perioden dat deze landen zich in een crisis bevonden. Dat is thans echter niet het geval. (bron afbeelding: Comgest).

Ondanks de wellicht minder goede korte termijn vooruitzichten is het voor een lange termijn belegger alleen al op basis van de gunstige demografische verhoudingen, een sterk groeiende middenklasse en een snelle stijging van de levensstandaard aantrekkelijk te beleggen in EM. De bevolking in Westerse landen stijgt nauwelijks en kampt met vergrijzing. Dit heeft grote effecten voor het lange termijn groeipotentieel. Het is echter moeilijk in te schatten wanneer dat weer tot een beter sentiment voor aandelen uit EM zal leiden.

Sommige landen hebben te veel geleund op krediet maar te weinig gedaan om de economische structuur te verbeteren

Beleggers dienen bovendien selectiever te werk te gaan nu de verschillen tussen EM onderling groter zijn geworden. Een aantal landen zoals India, Indonesië, Brazilië en Zuid-Afrika heeft grote tekorten op de lopende rekening en is daarom meer afhankelijk van buitenlands kapitaal. Andere landen met meer open en concurrerende economieën, zoals Zuid-Korea en Taiwan, staan er echter heel goed voor.

EM zijn niet over één kam te scheren



Koninklijk dividend

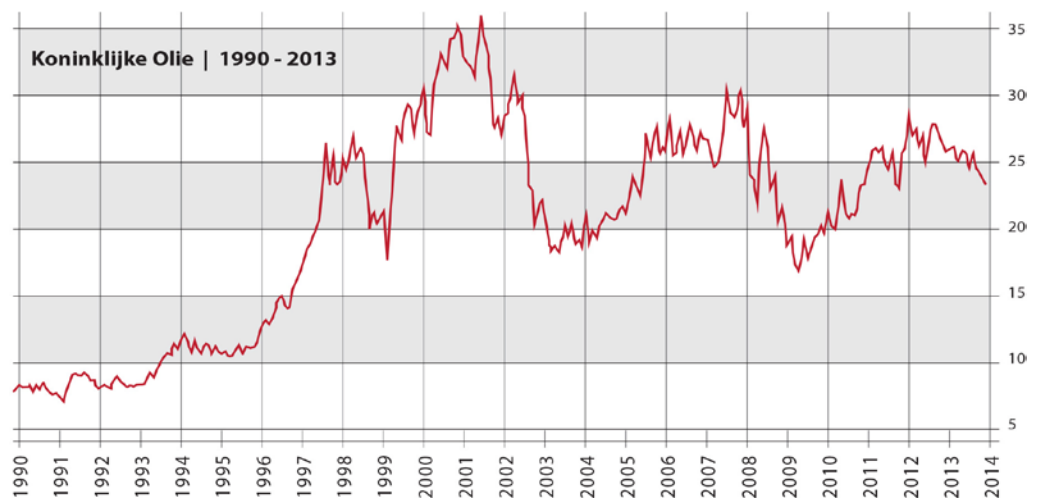
Het aandeel Koninklijke Olie (Shell) heeft sinds 1945 het dividend nooit verlaagd. De afgelopen 20 jaar heeft het dividend zelfs een mooie en stabiele groei van gemiddeld 5% laten zien. Tevens beschikt Shell over een sterke balans. De gearing (nettoschuld t.o.v. het totale kapitaal) daalde dit jaar tot slechts 9,1%.

Shell schat dat de wereldwijde vraag naar energie tot 2050 met 80% zou kunnen toenemen, naarmate de welvaart op de wereld stijgt en de bevolking van 7 naar 9 miljard groeit

De recente slechte performance is met name te verklaren door de gepubliceerde halfjaar resultaten die onder de verwachtingen lagen. Ook maakte het bedrijf bekend af te stappen van het ambitieuze plan om de olieproductie op te schroeven naar 4 miljoen vaten per dag in 2018. Analisten voorspellen dat de winst de komende twee jaar iets zal dalen. Daarnaast is de ondergemiddelde performance van het aandeel Shell mogelijk voor een deel te verklaren door het defensieve karakter van het aandeel. Bij een stijgende beurs blijven dergelijke aandelen doorgaans achter.

De koers van Shell staat weer op het niveau van 1998...

... maar met een gemiddeld dividendrendement van 4% de afgelopen 15 jaar bedraagt het cumulatieve dividendrendement inclusief herinvestering maar liefst 80%



De koers van Shell staat inmiddels weer op het niveau van 1998. Dit geldt overigens ook voor de AEX index. Sinds 1998 hebben aandeelhouders van Shell wel een cumulatief dividend van maar liefst € 14,25 per aandeel ontvangen.

Shell is koploper op het gebied van geïntegreerde gasprojecten en verwacht dat dit de komende decennia een van de aanjagers van de resultaten zal zijn

Ondanks de mindere resultaten ziet de pijnlijn van Shell er goed uit en is het management positief gestemd. De komende 18 maanden heeft het bedrijf vijf grote productieprojecten gepland waarvan verwacht wordt dat die vanaf 2015 per jaar vier miljard dollar aan extra inkomsten zullen genereren.

Het aandeel noteert inmiddels tegen een historisch lage koers-winstverhouding van 8, terwijl dit cijfer voor de sector gemiddeld 12,4 bedraagt. Maar ook een 'price to book' waarde van 1,1 is inmiddels niet alleen één van de laagste ratio's in de afgelopen 50 jaar, maar tevens ongeveer de helft van die van bijvoorbeeld Exxon of Chevron.

Dividendrendement is nu 5%

Ter vergelijking: een 10-jarige Nederlandse staatsobligatie heeft een rendement van 2,1%

De komende jaren lijkt er veel ruimte voor een hogere beurskoers te zijn. Het is echter verstandig te wachten met aan- of bijkopen tot er duidelijk sprake is van een keerpunt in het huidige slechte sentiment. Alhoewel de koersontwikkeling ook op langere termijn teleurstellend was, blijft het een stabiel bedrijf in de portefeuille met een degelijk dividendrendement van ruim 5%.

Philipse & Co, opgericht in 1987, is één van de grootste onafhankelijke vermogensbeheerders in Nederland. Al 26 jaar zijn wij vermogensbeheerder en adviseur voor particulieren en stichtingen. Door de partnershipstructuur zijn wij volledig onafhankelijk in ons beleggingsbeleid en is continuïteit gewaarborgd. Onze all-in fee omvat alle beheer- en bancaire kosten. Eventuele vergoedingen van fondsbeheerders worden volledig teruggegeven.