



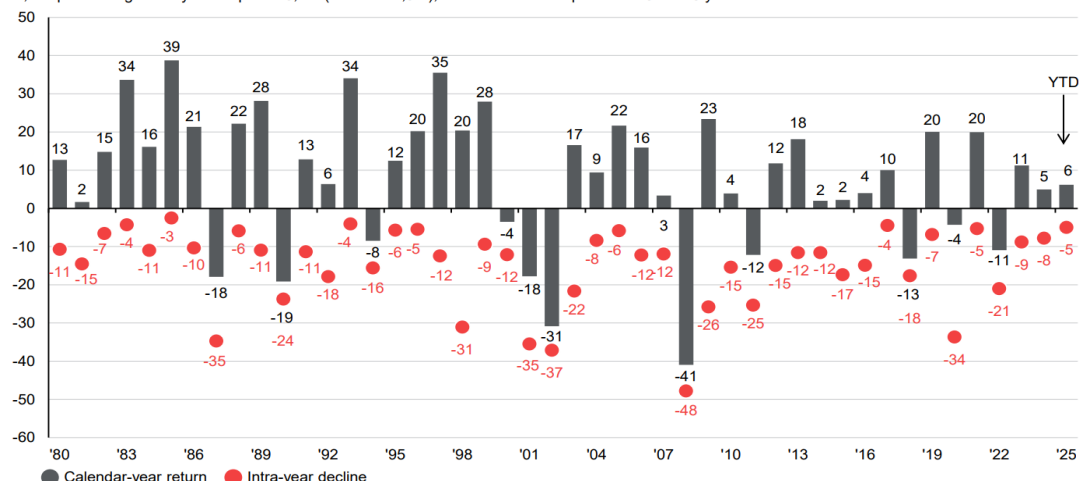
Ontwikkelingen Q1 2025

Onder invloed van onder meer sterke bedrijfswinsten en enthousiasme over de door Trump in het vooruitzicht gestelde deregulering en belastingverlagingen voor het bedrijfsleven, gingen de aandelenmarkten het jaar veelal voortvarend van start. Opvallend hierbij was dat Europese aandelen, tegen de algemene verwachting in, beter presteerden dan de Amerikaanse, waarbij vooral defensie- en bank aandelen de kar trokken. Dit had alles te maken met het feit dat de vanzelfsprekendheid van Amerikaanse militaire steun aan Europa duidelijk aan het afbrokkelen is en de waardering van Europese aandelen aanzienlijk lager is dan die van de Amerikaanse.

Toenemende onzekerheid als gevolg van het volledig onvoorspelbare gedrag van de Amerikaanse president met betrekking tot het opleggen van importheffingen en het (vaak onrechtmatig) ontslaan van grote hoeveelheden ambtenaren zorgden halverwege het eerste kwartaal echter voor een scherpe draai van het sentiment. Enthousiasme over de veerkracht van de Amerikaanse economie, maakte snel plaats voor angst voor een aanstaande recessie en oplopende inflatie met dalende aandelenkoersen en oplopende obligatiekoersen tot gevolg.

MSCI Europe intra-year declines vs. calendar-year returns

%; despite average intra-year drops of 15,2% (median 11,9%), annual returns are positive in 34 of 45 years



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 uiteindelijke jaarrendement. Bron: JP Morgan

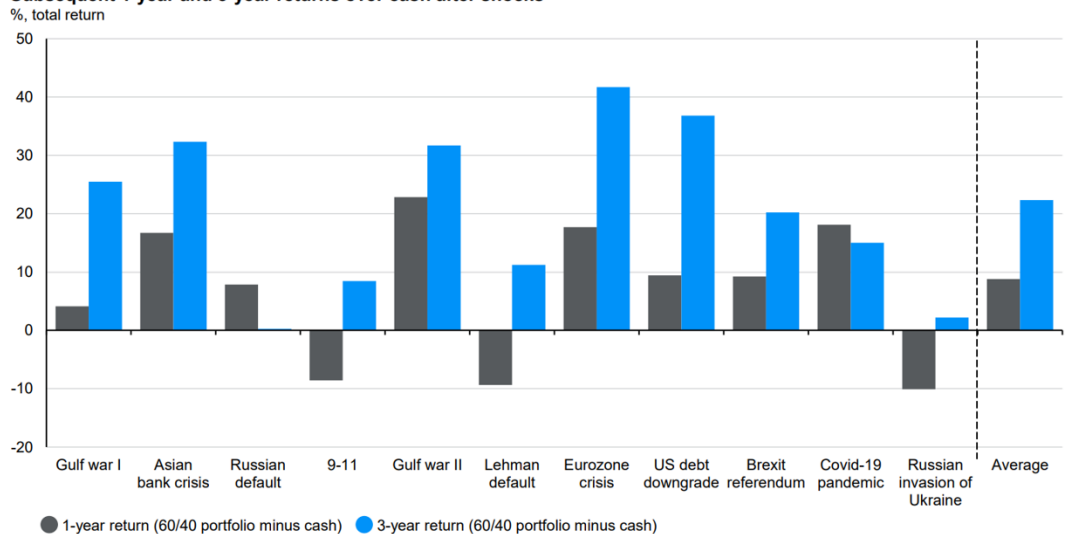
Daar waar de Amerikaanse centrale banken de beleidsrente dit kwartaal ongemoeid lieten, verlaagde de Europese centrale bank de rente twee keer met een kwart procent naar 2,5%. Ook de richting van de kapitaalmarktrente aan de beide zijden van de oceaan liep uiteen. Terwijl deze in Amerika daalde als gevolg van het beleid van Trump, liep de kapitaalmarktrente in Europa juist op. Het vooruitzicht van stijgende Europese staatsschulden door de grote extra uitgaven aan defensie en infrastructuur lagen hieraan ten grondslag. Zo wijzigde Duitsland haar grondwet, waardoor defensie uitgaven nu grotendeels zijn uitgezonderd van de 'schuldenrem', die tot op heden zorgde voor een beperking van het Duitse begrotingstekort. Daarnaast komt er in Duitsland een speciaal fonds van € 500 miljard voor investeringen in infrastructuur en klimaatbeleid.

Door de slechte prestaties van Amerikaanse aandelen en een dalende dollar, die het afgelopen kwartaal met bijna 4% in waarde afnam ten opzichte van de euro, sloot de in euro's gemeten MSCI Wereld Index het eerste kwartaal, na een tussentijdse winst van 5%, af met een verlies van ruim 5,5%. Europa deed het duidelijk beter. Na een tussentijdse winst van bijna 12% eindigde de MSCI Europe-index de afgelopen periode met een positief rendement van 5,3%. Ondanks de verzwakkende dollar moesten de opkomende markten een stapje terug doen. De MSCI Emerging Market Index moest de aanvankelijke winst van 5,5% helemaal prijsgeven en verloor uiteindelijk 2%. Door de oplopende kapitaalmarktrente sloot de Europese obligatie index het afgelopen kwartaal af met een verlies van bijna 1%.

Aandelen in de beheerportefeuilles deden het relatief wat minder goed terwijl de obligaties het ook dit jaar weer veel beter doen

Hierdoor kenden de door Philipse & Co beheerde portefeuilles ook een matige start van het jaar, waarbij de aandelenbeleggingen achterbleven bij de markt en de vastrentende waarden beter presteerden dan het marktgemiddelde. Het achterblijven van onze aandelenbeleggingen werd met name veroorzaakt door de grote en snelle draai van 'groei naar value' en onze relatieve onderweging van financiële waarden en defensie-aandelen in Europa. Terwijl veel obligatie-indices gedurende het eerste kwartaal verlies leden, lieten onze vastrentende beleggingen per saldo juist een mooie winst zien. Naast het feit dat de gemiddelde duration van onze vastrentende beleggingen wat lager lag dan die van de markt, waardoor zij minder last hadden van de oplopende rente, met name de koersen van de drie fondsen van PIMCO en het Neuberger Emerging Market Debt Fund.

Subsequent 1-year and 3-year returns over cash after shocks



Ook al lijkt elke nieuwe crisis, op het moment dat beurzen sterk reageren, wel om maatregelen te vragen...

...is het bijna altijd het beste om daarop niet emotioneel te reageren, maar aan de lange termijn te blijven denken

Deze grafiek laat zien dat een 60/40-portefeuille van aandelen en obligaties in de loop van de geschiedenis doorgaans beter presteerde dan cash, zelfs na economische en geopolitieke schokken. Over een horizon van één jaar hebben markten 70% van de tijd beter gepresteerd dan cash na een schok, en altijd over een tijdsbestek van drie jaar. Bron: JP Morgan

Inmiddels zijn de voorgenomen Amerikaanse importheffingen bekend en is duidelijk dat de financiële markten deze sterk afkeuren. Alhoewel we natuurlijk niet weten welke tarieven uiteindelijk zullen worden opgelegd, aangezien er naar alle waarschijnlijkheid nog over onderhandeld zal worden, is de kans op een Amerikaanse recessie een stuk groter geworden en zal ook de wereldwijde groei door deze handelsoorlog een knauw krijgen. De Amerikaanse economie zal echter niet in een keer tot stilstand komen en Trump zal naar alle waarschijnlijkheid snel werk maken van de voorgenomen deregulering en belastingverlagingen. Recent hebben wij het belang van Amerikaanse aandelen verlaagd ten gunste van Europa en wellicht dat we binnenkort nog een stap in die richting maken. Op dit moment zijn de aandelen en obligaties in de door ons beheerde portefeuilles min of meer neutraal gewogen, maar als de daling van aandelenkoersen doorzet, overwegen wij het belang in obligaties wat te verkleinen ten gunste van aandelen.

Handelsoorlog vergroot de kans op een recessie in Amerika

Mutaties beheerportefeuilles

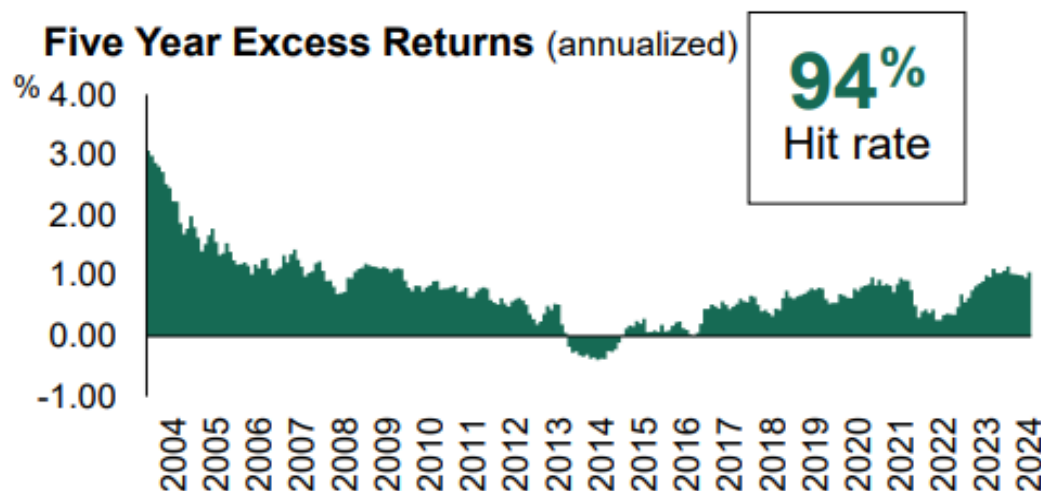
Gedurende het kwartaal hebben er in diverse van de door Philipse & Co beheerde portefeuilles mutaties plaatsgevonden. Om het risico van onze vastrentende beleggingen wat terug te brengen en winst te nemen, werd begin februari besloten om voor alle mandaten het Neuberger Berman Emerging Markets Debt Fund te verkopen. Omdat wij de weging in de vastrentende waarden wilden handhaven, werden de belangen in M&G European ABS Fund en het M&G Total Return Fund opgehoogd. Beide fondsen presteren goed na kosten en hebben over langere perioden laten zien dat wanneer obligaties hard dalen zij het verlies tot een minimum kunnen beperken of zelfs weten te voorkomen. In het goed gespreide vastrentende deel van de portefeuille zorgen deze fondsen voor een duidelijke verbetering van de risicokarakteristieken zonder afbreuk te doen aan het totale rendement.

Een deel van de vastrentende waarden in de portefeuille is aanzienlijk minder gevoelig voor rentestijgingen en marktschokken

*Het belang in Amerika
en in duurzame
aandelen is begin maart
verlaagd*

Om onze overweging in Amerika terug te brengen werd begin maart besloten om voor de niet-duurzame mandaten afscheid te nemen van het Alliance Bernstein Sustainable US Thematic Fund en voor de duurzame mandaten het belang in de MSCI USA SRI ETF te verlagen. Om de weging in Europa terug te vergroten, werd met de opbrengst voor alle mandaten het Blackrock Advantage Europe Fund gekocht. Gezien het feit dat Trump niets om duurzaamheid lijkt te geven, werd op hetzelfde moment het belang in de MSCI USA SRI ETF voor de niet-duurzame mandaten geruild naar het T.Rowe Price US Structured Research Equity Fund. Tenslotte werd eind maart voor de niet-duurzame mandaten om min of meer dezelfde reden besloten om de MSCI Europe SRI ETF te ruilen naar de gewone MSCI Europe ETF. 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.

*In 94% van de tijd wist het fonds
van T.Rowe Price een
outperformance t.o.v. de S&P
500-index te behalen*



De grafiek toont de netto performance van het T. Rowe Price US Structured Research Equity Fund vergeleken met de S&P 500-index. De data zijn genomen over voortschrijdende 5-jarige periodes van juni 1999 tot december 2024 en zijn berekend met behulp van maandelijkse gegevens. Bron: T.Rowe Price

Zoals in [onze nieuwsbrief van oktober](#) aangegeven, is het vooral binnen aandelen moeilijk om actieve beleggingsfondsen te kiezen die het op lange termijn beter doen dan hun index. En als ze daartoe in staat zijn, moet het lange termijn extra rendement voldoende opwegen tegen de grote jaarlijkse afwijkingen die deze fondsen ten opzicht van de index soms laten zien. Philipse & Co is derhalve enigszins terughoudend in het opnemen van aandelenfondsen. Voor een groot deel van de aandelenbeleggingen worden daarom indextrackers geselecteerd. De twee nieuw opgenomen fondsen van T.Rowe Price (voor de V.S.) en Blackrock (voor Europa) is het jaarlijkse rendement van beide fondsen zeer vergelijkbaar met de door hen te volgen indices.

Zo laat het BlackRock Advantage Europe Equity Fund al tien jaar een gemiddelde jaarlijkse netto outperformance zien van 1,5% en is de negatieve jaarlijkse afwijking nooit groter geweest dan 1,7%.

*Philipse & Co heeft twee fondsen
geselecteerd die bijna ieder jaar
een iets hoger rendement
behalen dan de index*

De strategie van het T.Rowe Price US Structured Research Equity Fund (zie ook afbeelding hierboven) bestaat al sinds 1999. Het fonds doet het jaarlijks netto gemiddeld ruim 1% beter en de grootste negatieve jaarlijkse afwijking was in al die jaren kleiner dan 2%.

Beide fondsen weten door een gedisciplineerd beleggingsproces toch bijna altijd wat extra rendement te behalen zonder dat wij daarmee het risico lopen op grote negatieve afwijkingen ten opzichte van de index in enig jaar.