



*Uitbundige start van aandelen
in het nieuwe jaar*

Ontwikkelingen Q1 2024

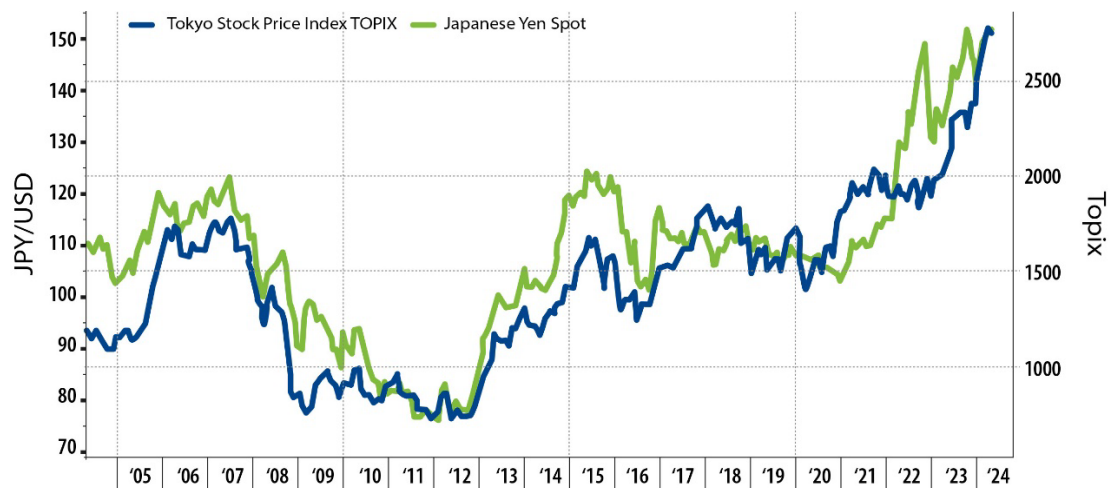
De aanhoudend sterke Amerikaanse macro-economische cijfer, het aanstaande einde van de agressieve verkrappingscyclus van veel centrale banken, alsmede de veelal beter dan verwachte bedrijfswinsten zorgden voor een uitbundige stemming op veel aandelenbeurzen. In eerste instantie waren het met name de grote (Amerikaanse) technologie bedrijven, die onder invloed van de voortdurende hype rond AI (artificial intelligence) en uitstekende bedrijfswinsten de kar trokken. Later in het kwartaal volgden ook andere sectoren en werd de stijging breder gedragen, maar bleven de rendementsverschillen tussen bedrijven en sectoren relatief groot.

Terwijl beleggers er aan het begin van het jaar nog vanuit gingen dat de eerste renteverlagingen mogelijk al in het eerste kwartaal zouden plaatsvinden, stagneerde het tempo waarmee de inflatie afnam. Hierdoor liep de kapitaalmarktrente weer wat op en daalden de koersen van obligaties in het algemeen. Hoewel centrale bankiers nog altijd aangeven dat er dit jaar renteverlagingen in het verschiet liggen, lieten zij ook doorschemeren dat zij op de korte termijn waarschijnlijk niet meer te verwachten zullen zijn.

Mede door de stijgende dollar, die in de afgelopen drie maanden met ruim 2% in waarde toenam ten opzichte van de euro, sloot de in euro's gemeten MSCI Wereld Index het eerste kwartaal af met een winst van ruim 10%. Noemenswaardig hierbij is overigens dat de Japanse Nikkei index in yen met 19% steeg en sinds 1989 eindelijk een nieuw record liet optekenen.

*Er is een sterke relatie tussen de
Japanse Yen en de
Japanse aandelenbeurs*

*Een zwakke yen gaat samen met
een sterke beurs en vice versa*



De ontwikkeling van de MSCI Europe Index was minder uitbundig met een stijging van bijna 7%. Met name door de slechte performance van de Chinese aandelen waren de prestaties van de opkomende markten relatief zwak en bedroeg de winst van de MSCI Emerging Markets Index slechts 4%. Door het opnieuw oplopen van de kapitaalmarktrente nam de waarde van de brede Europese obligatie-index de afgelopen drie maanden met 0,3% af en verloren Europese staatsleningen gemiddeld 1,3%.

*De beheerportefeuilles doen het
beter dan de markt waarbij met
name de obligaties het duidelijk
beter doen*

De door Philipse & Co beheerde portefeuilles kenden een uitstekende start van het jaar, waarbij zowel de aandelenbeleggingen als de vastrentende waarden het beter deden dan het marktgemiddelde. Met name de prestaties van de laatste categorie viel hierbij op aangezien de obligatie-indices gedurende het eerste kwartaal verlies leden, maar onze vastrentende beleggingen per saldo juist mooie winsten lieten zien. Naast het feit dat de gemiddelde looptijd van onze vastrentende beleggingen wat lager lag dan gemiddeld en daardoor minder last hadden van de oplopende rente, stegen met name de koersen van het Neuberger Emerging Market Debt Fund en het BlueBay Financial Capital Bond Fund, alsmede de koers van de Rabobank Certificaten relatief hard.

De markt wacht nog op de eerste renteverlagingen en gaat uit van minder stappen dan voorheen

Er wordt een toename van de volatiliteit verwacht door belangrijke aanstaande verkiezingen en toenemende geopolitieke spanningen

De Dutch Treasury Certificates zijn thans een beter alternatief dan deposito's en sparen

Alhoewel de koersen van veel aandelenbeurzen al behoorlijk zijn opgelopen, lijkt de situatie nog niet overspannen. De Amerikaanse economie ontwikkelt zich nog steeds ijersterk, waarbij de gepubliceerde cijfers vaak aan de bovenkant blijven verrassen en ook in Europa zijn verbeteringen zichtbaar. Bovendien zullen veel centrale banken de rente gaan verlagen, zij het later en minder dan eerder gedacht, hetgeen ook goed nieuws is voor obligaties. Tenslotte is de waardering van veel aandelenmarkten niet echt veranderd ten opzichte van het begin van het jaar aangezien de winsten van veel bedrijven ook fors zijn gestegen.

Hier tegenover staat dat de geopolitieke situatie verre van stabiel is en dat er dit jaar in veel landen belangrijke verkiezingen zullen plaatsvinden die grote verschuivingen kunnen veroorzaken met alle gevolgen van dien voor het politieke evenwicht en de financiële markten, maar hier is in ons beleggingsbeleid lastig rekening mee te houden.

Mutaties beheerportefeuilles

Gedurende het kwartaal hebben er in diverse van de door Philipse & Co beheerde portefeuilles mutaties plaatsgevonden. Eind januari werd voor alle mandaten besloten om een groot deel van de liquide middelen te beleggen in zogenaamde Dutch Treasury Certificates (DTC) aangezien het rendement op dit zeer kortlopend staatspapier duidelijk boven de rentevergoeding op liquide middelen ligt.

Aangezien het resultaat van het Comgest Growth Japan Fund teleur bleef stellen, hebben wij het resterende belang begin februari verkocht. Met de verkoopopbrengst hebben wij het belang in de UBS MSCI Japan Shares ETF uitgebreid en voor de volledig duurzame mandaten de positie in de iShares MSCI Japan SRI ETF opgehoogd.

Omdat ook de resultaten van het Credit Suisse Digital Health Fund onder verwachting bleven en wij voorlopig geen verbetering voorzagen, werd ook dit fonds begin februari voor alle mandaten verkocht. Om de wegen in de verschillende mandaten meer met elkaar in lijn te brengen, werd in de volledig duurzame mandaten de Global Cybersecurity ETF alsmede de positie in de iShares MSCI USA SRI ETF afgeschaafd. Van de opbrengst werd in de beheermandaten de positie in het JPM US Select Equity Fund uitgebreid en werd dit fonds aan de volledig duurzame mandaten toegevoegd.

Tenslotte besloten we begin februari om het Aegon European ABS Fund aan alle mandaten toe te voegen en de positie in het M&G European Credit Fund wat uit te breiden. ABS staat voor asset backed securities, ofwel financiële effecten die gedekt worden door inkomsten-genererende activa, zoals credit cardvorderingen, woningkredieten, studieleningen en autoleningen. Het fonds van Aegon kent een zeer lage duration en de onderliggende beleggingen hebben een gemiddelde rating van A of beter. Aangezien de zogenaamde yield to maturity van 4,8% naar onze mening aantrekkelijk is, de kosten met 0,30% op jaarbasis acceptabel zijn en het fonds tijdens stress-situaties veelal relatief goed presteert, is het naar onze mening een mooie aanvulling op de bestaande portefeuilles. Om dit te kunnen financieren werd de positie in een DTC verkocht. 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.

Grote concentratie in regionale indices

De samenstelling van de Amerikaanse aandelenmarkt is behoorlijk geconcentreerd, grotendeels dankzij de dominantie van met name de grote technologiebedrijven. De tien grootste bedrijven van de S&P zijn samen al goed voor een weging van ruim 32%. Dit heeft de afgelopen jaren een enorme impact gehad op het rendement van de Amerikaanse beurs en in het verlengde daarvan ook op de wereldindex.



Een nieuw fonds is toegevoegd aan de vastrentende portefeuille

ASML is goed voor een derde van de kwartaalwinst van de AEX

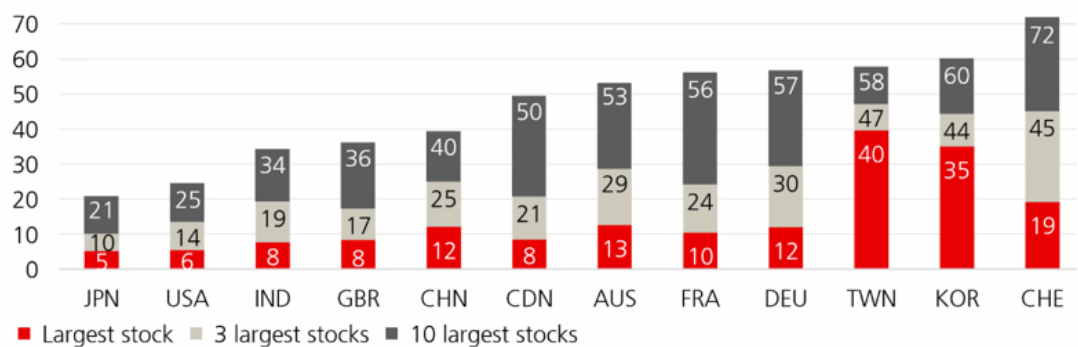
Ook de samenstelling van de AEX index is behoorlijk geconcentreerd, ook al mag een bedrijf een weging van maximaal 15% hebben. Dat merken we ook weer dit jaar; de drie semiconductor bedrijven in de AEX (ASML, ASMI en Besi) maken samen meer dan de helft van het hele rendement uit van de AEX.

De AEX Index is een voortzetting van de Amsterdam Stock Exchange. Deze werd in 1602 opgericht ten behoeve van de VOC en in 2000 samengevoegd met de Brussels en Paris Stock Exchange

Maar dergelijke grote concentraties blijken niet zo uitzonderlijk. De Amerikaanse beurs is naar mondiale maatstaven eigenlijk bovengemiddeld goed gespreid vergeleken met andere indices van de grootste aandelenmarkten in de wereld. Van de belangrijkste markten heeft alleen Japan minder concentratie in de grootste bedrijven. De tien grootste aandelen in de Italiaanse FTSE-MIB-index bijvoorbeeld, vormen maar liefst 73% van de index (de bank Unicredit SpA is de grootste met 11,04%), terwijl het kopen van de Franse CAC 40 inhoudt dat voor 11,67% in LVMH wordt belegd.

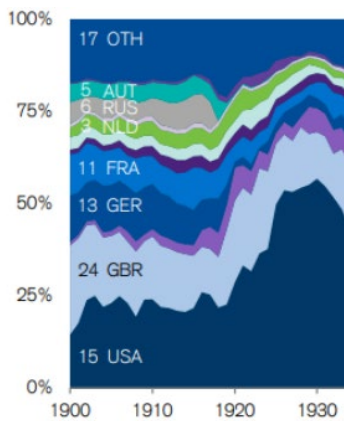
Ondanks de grote impact van een paar aandelen op het rendement van de S&P 500, hebben de VS, na Japan, de laagste concentratie van de grote beurzen

Percent of total market/index

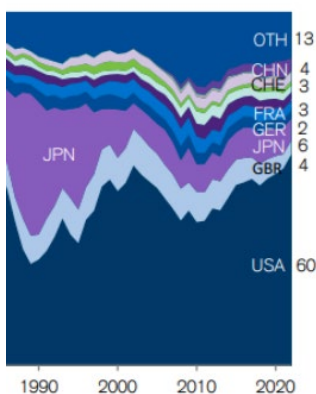


Van links naar rechts vinden we de concentraties op de belangrijkste beurzen:

Japan, VS, India, Engeland, China, Canada, Australië, Frankrijk, Duitsland, Taiwan, Zuid-Korea en Zwitserland.



De internationale indices van MSCI, die beleggen in meerdere landen of alle landen tezamen, worden op grotere schaal gebruikt dan de meeste individuele nationale benchmarks zoals hierboven. Sinds de Amerikaanse markt ruim een eeuw geleden het Verenigd Koninkrijk voorbij ging, zijn de VS de grootste in de wereldindex, afgezien van een paar jaar op het hoogtepunt van de Japanse zeepbel in 1989 en 1990. De VS zijn nu goed voor bijna tweederde van de mondiale marktkapitalisatie, het hoogste niveau sinds de jaren zestig. Aandelen zijn dus sterk geconcentreerd op nationaal niveau. Maar ook op mondiaal niveau is thans sprake van een zeer grote concentratie van de VS en daarmee ook de US dollar.



Erg geconcentreerde beurzen zijn niet noodzakelijkerwijs slecht, maar duiden wel op een onevenwichtige economie. In het algemeen zal elk land geleid worden door één of twee industrieën, vooral in de opkomende wereld. De VS worden nu gedomineerd door technologie, maar lang niet in die mate als de spoorwegen, die 125 jaar geleden in opkomst waren, en welke destijds zelfs 60% van die index uitmaakten.

Voor beleggers zijn geconcentreerde benchmarks een dilemma omdat zij soms moeilijker te verslaan zijn. Actieve beheerders hebben een natuurlijke neiging om de grootste aandelen te onderwegen. Soms doen deze keuzes pijn, maar deze komen voort uit de behoefte van een fondsbeheerder om een evenwichtiger en gediversifieerder portefeuille samen te stellen. Vermogensbeheerders in Europa willen veelal niet het risico lopen een zelfde grote weging in de VS te nemen als die in de huidige wereldindex. Een slechte periode van dat land en/of de dollar vormt dan immers een te groot risico voor beleggers die in euro's rekenen. Maar door de VS in de afgelopen jaren te onderwegen, kunnen beleggers wel jaren van geweldige Amerikaanse prestaties zijn misgelopen.

De landenweging in de wereldindex is de afgelopen 130 jaar flink gewijzigd

Eén oplossing zou zijn om de wijdverbreide praktijk van benchmarking, waarbij actieve beheerders publiekelijk worden vergeleken met een specifieke index, achterwege te laten. Dat zou in ieder geval nuttig zijn, omdat dit kuddevorming rond een index vermindert. Een tweede oplossing zou zijn om breder gespreide internationale indexen te gebruiken dan die doorgaans het meest in de media worden aangehaald.