



Beleggingsfilosofie Wolkers & Co

Eind 2016 hebben wij onze beleggingsfilosofie grondig tegen het licht gehouden. Niet omdat het beleid van de jaren daarvoor radicaal moest worden aangepast; wel omdat we van mening waren en dat we in bijzondere, en in sommige opzichten extreme, economische tijden leven. Daarin is geen verandering gekomen, maar het lijkt ons zinnig om elk jaar te kijken of er nog verbeteringen in onze beleggingsfilosofie kunnen worden aangebracht. Bovendien biedt het de kans om terug te kijken op de beleggingsresultaten van het afgelopen jaar door de lens van onze beleggingsfilosofie.

Graag willen we daarom deze update van onze beleggingsfilosofie voor 2018 met je delen, en daarmee vastleggen hoe dit leidt tot de relatie die wij met je nastreven en de wijze waarop wij ons beheer zullen inrichten. We vinden het belangrijk dat je weet hoe wij tegen beleggen aankijken, omdat je dan zelf af kunt wegen of onze filosofie je aanspreekt. Overigens is vermogensbeheer maar één aspect van de diensten die Wolkers & Co verleent. Wij denken dat onze toegevoegde waarde evenzeer ligt in onze geïntegreerde aanpak, waarin we fiscale, administratieve en beleggingsdiensten aanbieden in nauwe samenwerking met Masman Bosman *accountants & belastingadviseurs*. We beperken ons hier overigens tot het beleggingsgedeelte.

Beleggen betekent per definitie risico lopen. Risico is een begrip dat zorgt voor veel verwarring. Het is geen eenduidig begrip, en valt uiteen in verschillende vormen. We gaan eerst in op de vraag welk risico naar verwachting wordt beloond met rendement. Daarna belichten we de factoren die het verwachte rendement negatief kunnen beïnvloeden. Vervolgens bespreken we hoe we samen je individuele beleggingsbeleid uitwerken, waarbij de verdeling tussen de risicomijdende en de risicodragende portefeuille aan de orde komt. Daarna zetten we uiteen hoe je de rendementen die in je portefeuille behaald zijn kunt vergelijken met marktrendementen. Tenslotte evalueren we de recente marktomgeving, en hoe dat invloed heeft op de manier waarop wij je beleggingsportefeuille inrichten.



Risico lopen is onvermijdelijk als belegger – hoeveel risico wil je lopen, en waarom?

Welk gedeelte van je vermogen hoort thuis in een risicomijdende portefeuille, en welk gedeelte in een risicodragende portefeuille? Dit is een van de belangrijkste vragen die we samen moeten beantwoorden. Dat kan pas nadat je een beeld hebt gekregen van wat de relevante risico's zijn, welk risico naar verwachting wordt beloond en het belang van de factor tijd, weerspiegeld in de lengte van je beleggingshorizon.

Op lange termijn belonen financiële markten het nemen van risico naar verwachting met rendement. Maar niet alle risico's; de markt beloont alleen het risico dat overblijft nadat je je vermogen zo goed mogelijk hebt gespreid binnen je risicodragende beleggingen. Dit resterende risico is niet te vermijden en wordt het *marktrisico* genoemd. Het wordt gedefinieerd als de geschatte beweeglijkheid van rendementen op een termijn van een jaar.¹ Het is bewezen dat een optimaal gespreide portefeuille de beste verhouding biedt tussen risico en rendement.² Wie onvoldoende spreidt, loopt nodeloos extra risico. Dit extra risico betaalt zich naar verwachting niet uit in extra rendement. Of omgekeerd: goed spreiden levert kosteloos voordeel. Je risico daalt naar het marktrisico, zonder dat je verwachte rendement afneemt. Spreiden is essentieel.

Elke beleggingscategorie heeft zijn eigen marktrisico. Het verwachte rendement per beleggingscategorie hangt samen met het daarop te lopen marktrisico. Aandelen zijn riskanter dan vastgoed, vastgoed is riskanter dan staatsobligaties, en staatsobligaties zijn riskanter dan kasgeld.³ Daarom mag je verwachten dat op lange termijn het rendement op kasgeld onder dat van staatsleningen zal liggen, die op hun beurt weer minder zullen renderen dan vastgoed, en dat aandelen het hoogste rendement zullen bieden. Anders gezegd: de markt levert risicopremies ten opzichte van het beleggen in kasgeld.⁴ Hoe hoger het marktrisico, des te hoger de te verwachten risicopremie. Wie die premies wil incasseren, moet onvermijdelijk bereid zijn om marktrisico te lopen.

Valuta's zijn geen beleggingscategorie. Als je goed wilt spreiden, moet je internationaal beleggen. Valuta's laten elk jaar een positief dan wel negatief rendement zien tegenover de euro en leveren daarmee risico op. Maar er is geen sprake van een risicopremie voor valuta's. De reden is simpel: doe een gedachte-experiment waarin je alleen de euro en de Amerikaanse dollar hebt. De eventueel verwachte positieve risicopremie voor de euro zou dan de verwachte negatieve risicopremie voor de dollar moeten zijn. Dat kan niet, want wie wil risico lopen waarvoor ook nog eens rendement ingeleverd moet worden? Dit probleem treedt alleen niet op bij een verwachte risicopremie van 0%.⁵ Omdat je naar verwachting niet wordt beloond voor het valutarisico valt er veel voor te zeggen dit risico gedeeltelijk⁶ af te dekken, indien de transactiekosten daarvoor laag zijn.

¹ De technische term hiervoor is volatiliteit. Stel dat het verwachte rendement van een portefeuille 4% is met een verwachte volatiliteit van 10%, dan zal onder een aantal versimpelende aannames het gerealiseerde rendement in een jaar met 95% zekerheid uitkomen tussen 4% - 2*10% en 4% + 2*10%, ofwel tussen de -16% en de +24%.

² Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments (1959, Nobelprijs winnaar Harry Markowitz).

³ Er zijn nog meer categorieën, b.v. grondstoffen, kunst, bijzondere wijnen, cryptocurrencies enzovoorts. Of deze een toekomstige risicopremie opleveren is meer speculatief.

⁴ Kasgeld wordt geacht risicoloos te zijn, en heeft daarmee per definitie geen risicopremie. Het heeft normaliter wel een rendement, maar het zijn momenteel bijzondere tijden.

⁵ Ondanks een verwachte risicopremie van 0% kunnen sommige partijen overigens wel geld verdienen aan de valutahandel; met de nadruk op het woord handel.

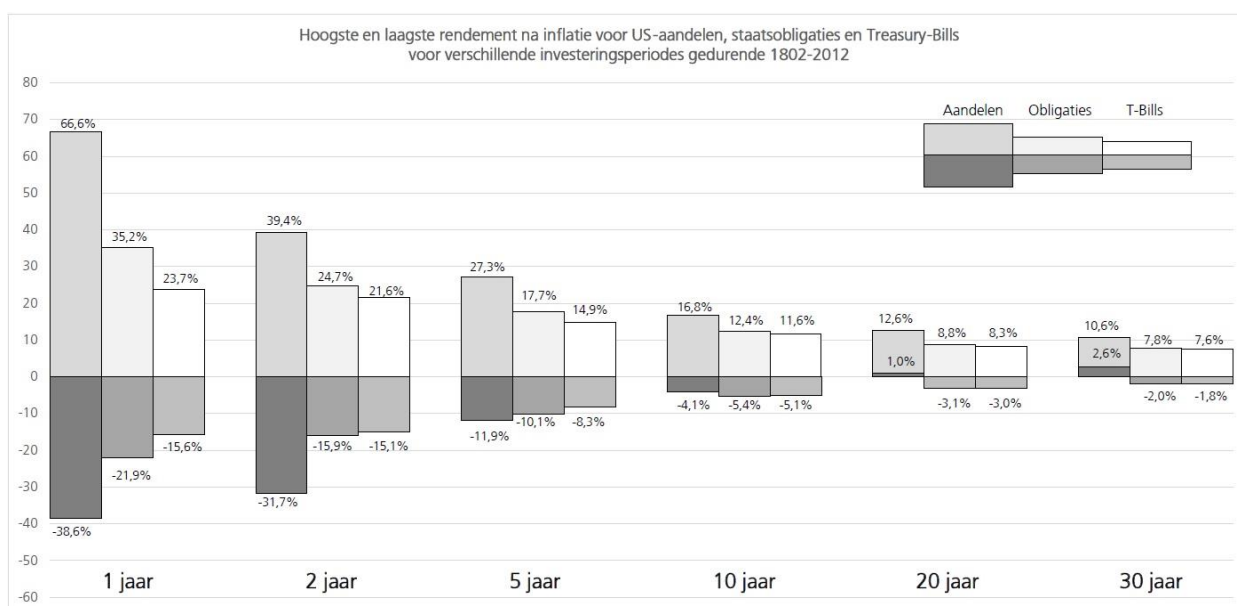
⁶ Als vuistregel wordt vaak 50% genoemd, omdat aandelenmarkten deels compenseren voor valutabewegingen: als de valuta in waarde daalt, worden exporten goedkoper en stijgen de winsten van exporteurs in het betreffende land.



Een verwachte risicopremie is geen gegarandeerde risicopremie. Het te realiseren rendement op een beleggingsportefeuille is op jaarbasis slecht voorspelbaar en kan sterk afwijken van wat vooraf werd verwacht. Zowel de sterke daling op de aandelenmarkten van midden 2007 tot begin 2009 als gevolg van de financiële crisis, alsmede het opmerkelijke herstel van de koersen in de jaren daarna illustreren dat overduidelijk. Er is geen betere manier om foute beleggingsbeslissingen te nemen voor de lange termijn dan je veel zorgen te maken over wat er op korte termijn kan gebeuren. Daarom is de vraag 'Hoe lang is je beleggingshorizon?' essentieel om te beantwoorden. Heb je bijvoorbeeld je vermogen over drie jaar nodig, dan kun je het risico van negatieve rendementen op die vrij korte termijn niet negeren; de risicomijdende portefeuille is dan het aangewezen instrument. Maar heb je vermogen waar je lange tijd niet afhankelijk van bent, dan is het zinnig zo veel mogelijk risicopremies te oogsten. Rationeel gezien zou je dat vermogen geheel risicodragend moeten beleggen.

Wat voor risicopremies mag je verwachten? In zijn standaardwerk 'Stocks for the Long Run' heeft Jeremy Siegel studie verricht naar de rendementen op Amerikaanse aandelen, staatsobligaties en T-bills als benadering van kasgeld. Over de periode 1802 tot 2012 waren de zogeheten reële rendementen – dat wil zeggen gecorrigeerd voor koopkrachtverlies door inflatie – respectievelijk 6,6%, 3,6% en 2,7% per jaar.⁷ Het is daarom redelijk om te verwachten dat aandelen ten opzichte van kasgeld als risicoloze belegging op de lange termijn een risicopremie zullen oogsten van rond 4% per jaar. Voor obligaties lijkt een risicopremie van circa 1% per jaar tegenover kasgeld redelijk. Misschien lijkt een risicopremie van 4% voor aandelen niet zo veel, maar op een horizon van 20 jaar betekent dit dat je aandelenportefeuille *naar verwachting* uiteindelijk zo'n 2,2 keer de koopkracht zal hebben van dezelfde portefeuille in kasgeld. Dat is een aanzienlijk verschil. Het geeft ook aan dat je met beleggingen in 'risicoloos' kasgeld juist een groot risico kunt lopen om in de toekomst niet aan je bestedingsdoelen te kunnen voldoen.

Hoe langer de beleggingshorizon, hoe minder onzeker de risicopremie blijkt. Als je in de geschiedenis kijkt, is iedereen die *en* de beleggingshorizon heeft om marktrisico te dragen *en* in staat is om koers te houden qua beleggingsbeleid daarvoor goed beloond, zoals hier is te zien:



Bron: J.J. Siegel, 'Stocks for the Long Run'

⁷ Voor wie dat wel erg ver terug in de geschiedenis vindt: over de naoorlogse periode 1946 tot 2012 was het reële rendement op aandelen met 6,4% daaraan vrijwel gelijk.



Uit analyse van historische reële rendementen op Amerikaanse aandelen⁸ blijkt dat er geen 20-jaars periode was te vinden waarin dit onder de 1% gemiddeld per jaar lag, terwijl voor staatsobligaties en kasgeld periodes van 20 jaar zijn te vinden waarin dit reële rendement voor beide rond de 3% procent *negatief* per jaar lag. Op een horizon van 10 jaar zijn er wel periodes te vinden waarin aandelen een gemiddeld negatief reëel rendement haalden, maar in dat geval was de uitkomst voor obligaties en kasgeld nog slechter. Het lijkt er daarmee op dat kasgeld en staatsobligaties op een termijn vanaf 10 jaar riskanter zijn in termen van koopkracht dan aandelen,⁹ ondanks het feit dat aandelen van jaar tot jaar veel meer schommelingen in rendement laten zien. De enige rationele beslissing voor wie vermogen heeft dat voor een periode van 10 jaar of meer ter beschikking staat, is om dit voor 100% in aandelen te beleggen. Het begrip risico transformeert op haast magische wijze met het langer worden van de beleggingshorizon. Is die kort, dan is de gangbare definitie van risico, de geschatte beweeglijkheid van rendementen, een prima maatstaf. Maar naarmate die beleggingshorizon langer wordt, is het wijzer om risico te definiëren als de kans op koopkrachtverlies.

Samenvattend: *spreek je investeringen, vermijd risico's die niet worden beloond en oogst zoveel mogelijk risicopremies als je beleggingshorizon toelaat.*

Welke factoren kunnen het verwachte rendement negatief beïnvloeden?

Ook voor langetermijnbeleggers zijn er bedreigingen voor het op basis van risicopremies verwachte rendement. De belangrijkste hiervan zijn:

Permanente verlies van vermogen. Bij een goed gespreide portefeuille is een volledig en permanent verlies van vermogen onwaarschijnlijk. Maar ook dan kan je niet aan tussentijdse marktcorrecties ontkomen. En wie in paniek op het dieptepunt van de markten in het eerste kwartaal van 2009 al zijn aandelen verkocht om de opbrengst op kasgeld te zetten, had misschien wel de helft van zijn aandelenvermogen permanent verloren. Gelukkig heeft geen van onze klanten deze fout gemaakt. Wij denken dat het uitermate moeilijk is om de markt te timen. Het blijkt in de praktijk namelijk niet te lukken om consequent alle macro-economische variabelen, de reactie van marktpartijen daarop en de daaruit voortvloeiende marktbevingen te voorspellen. Dat komt deels omdat sommige ontwikkelingen fundamenteel onvoorspelbaar zijn. De conclusie: wijk niet af van je eenmaal vastgestelde lange-termijn beleggingsbeleid.

Het rendement op je beleggingen ligt onder het marktrendement. De markt biedt risicopremies, maar tussen wat de markt geeft en wat je daadwerkelijk ontvangt liggen kosten en slecht beheer.

De totale kosten die besteed worden aan het beheer van beleggingsportefeuilles spelen op lange termijn een belangrijke rol bij het uiteindelijk te behalen rendement. Wij eisen altijd al transparantie met betrekking tot de totale kosten van beheer en administratie bij onze externe fondsbeheerders. Wij zullen deze gegevens per 2018 met onze klanten gaan delen. Vanuit het perspectief van de belegger is het netto rendement overigens relevanter dan de kosten gemaakt om dat rendement te behalen. Een fonds dat na 5% kosten een netto rendement van 8% oplevert, is bij een gelijk risico aantrekkelijker dan een fonds dat na 1% kosten een netto

⁸ Eveneens uit 'Stocks for the Long Run' van J.J. Siegel. Hoewel je resultaten van US aandelen niet zonder meer mag vertalen naar andere landen, zijn er geen goede redenen om aan te nemen dat op wereldniveau de zaak veel anders ligt, zolang je goed spreidt.

⁹ Zeker is dit nooit. Als dat wel zeker was, zou de risicopremie voor aandelen waarschijnlijk lager zijn.



rendement van 7% oplevert. Maar als twee fondsen min of meer hetzelfde product zijn is het natuurlijk wijs om degene met de laagste verwachte kosten te kiezen.

Ook slecht portefeuillemanagement bij externe fondsbeheerders kan veel geld kosten. Twee factoren zijn hierbij belangrijk. De eerste is het negeren van waardering. Het is een historisch gegeven dat goedkope aandelen het als groep gemiddeld beter doen dan dure, ook al lijkt het 'verhaal' bij dure aandelen vaak veel aantrekkelijker. Maar een fantastisch bedrijf is alleen een goede investering als je er niet te veel voor betaalt. De tweede factor is het overmatig muteren van een portefeuille. Transactiekosten zijn zeker, de opbrengsten daarvan niet.¹⁰

Een inconsistent beleggingsbeleid. Wij zoeken altijd naar managers die een gedisciplineerd, transparant en helder beleggingsproces hebben ontwikkeld waarvan ze niet afwijken. Continuïteit van beleid is belangrijk. Het is al moeilijk genoeg om het beter te doen dan de markt. Het gemiddelde resultaat van actief beleggende managers als groep geeft in dat opzicht weinig reden tot optimisme. En als je er niet zeker van bent wat een vermogensbeheerder doet, dan leidt een tijdelijk rendement lager dan de markt al snel tot ongerustheid. Als je echter vertrouwen hebt in het proces, dan geeft een zwakke periode juist de mogelijkheid om extra vermogen aan deze beheerder toe te wijzen. Wij zoeken naar *op de lange termijn* succesvolle beheerders, met goed gedocumenteerde historische rendementen boven het marktgemiddelde. Hierbij zijn we argwanend tegenover partijen die het extreem goed gedaan hebben gedurende een beperkte periode, dan wel gouden bergen voor de toekomst beloven; dat is vaak geen goed teken. Tenslotte zien we graag een stabiele organisatie met weinig verloop onder het personeel.

Samenvattend: *permanent verlies van vermogen moet voorkomen worden, en dat wordt vooral bereikt door niet af te wijken van het gekozen beleggingsbeleid, in combinatie met een optimale spreiding van de portefeuille. Ook vermijdbare kosten, slecht vermogensbeheer en een inconsistent beleggingsbeleid bij externe fondsbeheerders kunnen leiden tot een aanzienlijk verschil tussen het rendement dat de markt je kan leveren en het rendement dat je daadwerkelijk realiseert.*

Het bepalen van je beleggingsbeleid

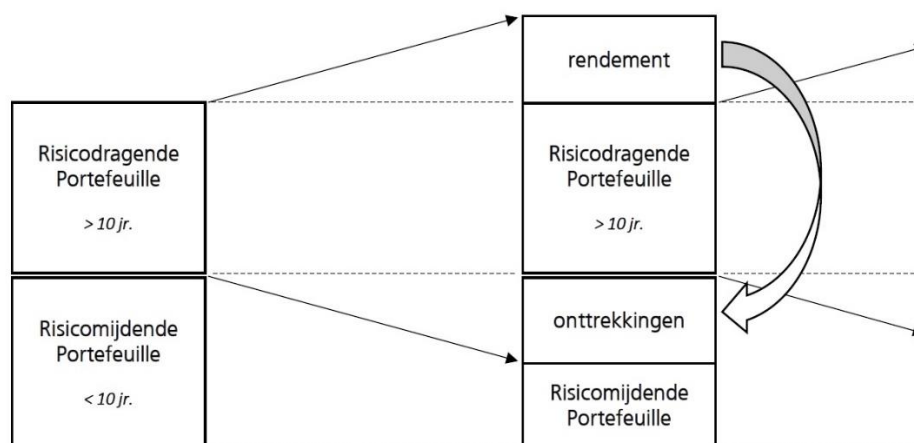
Hoe vertalen wij het voorgaande in een individueel beleggingsbeleid? In de eerste plaats wordt vastgesteld welk bedrag voor de komende 10 jaar¹¹ beschikbaar moet zijn voor consumptie. Dit bedrag komt neer op wat na belastingen nodig is om de gewenste levensstandaard op peil te houden. Ook met andere geplande uitgaven, zoals voorgenomen schenkingen moet rekening worden gehouden. Het zo vastgestelde bedrag wordt belegd in de risicomijdende portefeuille. Indien zelfs het kleinste deel van de risicomijdende portefeuille niet verloren mag gaan, zal deze portefeuille uitsluitend uit deposito's of spaarrekeningen bestaan. Indien een beperkt verlies acceptabel is, komen ook andere beleggingen met een laag korte-termijn risico in beeld. Door een bedrag af te zonderen in een risicomijdende portefeuille, wordt de rust gecreëerd die nodig is om eventueel sterk dalende markten gelijkmoedig te doorstaan, om zo te kunnen profiteren van een daaropvolgend herstel.

¹⁰ Er bestaat overigens een groep portefeuillebeheerders die zich richten op 'onjuiste' prijzen van effecten op kortere termijn. Eigenlijk is dat meer handelen dan beleggen, maar ook dat kan winstgevend zijn. Het grootste risico is een beheerder (of klant!) die te veel handelt, terwijl hij denkt belegger te zijn.

¹¹ Dit is de standaardperiode. Indien je bijzonder risicoavers bent, kan deze periode worden verlengd; als je bovengemiddeld risicozoekend bent, kan van een kortere periode worden uitgegaan.



Het resterende vermogen, dat niet in de komende 10 jaar voor consumptie beschikbaar hoeft te zijn, wordt belegd in de risicodragende portefeuille. Jaarlijks evalueren we de verdeling tussen de risicomijdende en risicodragende portefeuille en bekijken we of het gewenst is om de risicomijdende portefeuille aan te vullen vanuit het behaalde rendement in de risicodragende portefeuille. Indien dat het geval is, wordt een gedeelte van de risicodragende portefeuille overgedragen naar de risicomijdende portefeuille. Hierna hebben we dit schematisch als volgt weergegeven:



In de risicodragende portefeuille wordt volgens een 'kern met satellieten' systeem belegd.

De **kern** van je portefeuille zal bestaan uit fondsen die 'gewoon' beleggen in beursgenoteerde aandelen. Het maakt daarbij niet uit of hierin grotere ondernemingen in ontwikkelde markten zoals Europa, Japan en de VS zitten, dan wel kleinere aandelen of andere geografische regio's, zolang er maar voldoende spreiding is in de fondsen en de manier waarop ze beleggen. Doel van de kernbeleggingen is de verwachte risicopremie te oogsten, en het liefst nog iets meer dan dat. In de kernportefeuille willen we er daarom vooral zeker van zijn dat de aandelen daarin 'goedkoop' zijn. Dat kan ook een relatief oordeel zijn: noch Google noch Facebook zijn goedkoop, maar de een kan wel goedkoop zijn ten opzichte van de ander. Wij gebruiken hier externe managers voor die het op lange termijn beter hebben gedaan dan het marktgemiddelde, kostenbewust zijn, niet onnodig handelen en waarvan het management bij voorkeur ook in zijn eigen fonds belegt.

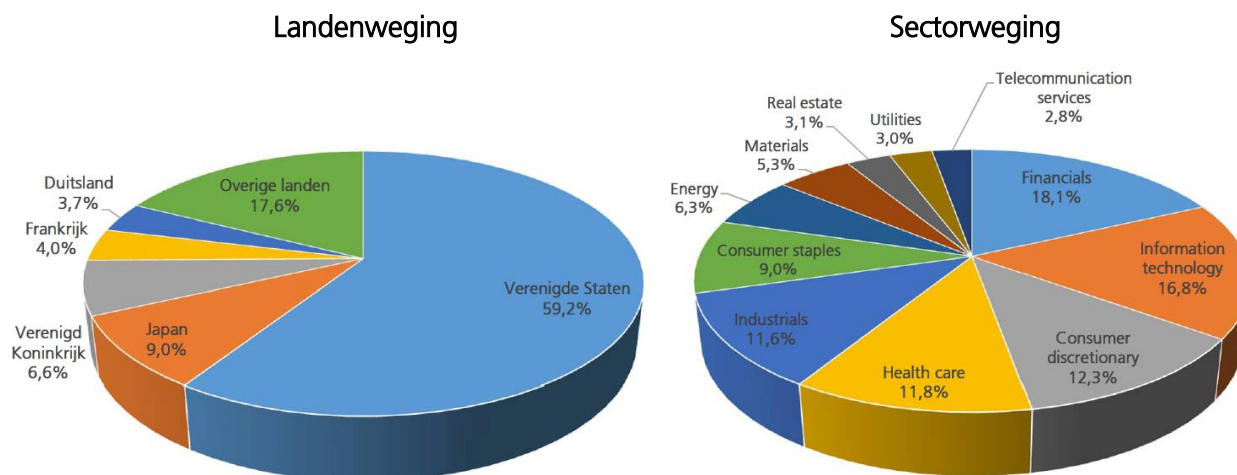
De **satellieten** bestaan uit fondsen die zich om specifieke redenen in de portefeuille kunnen bevinden. De satellieten zijn alleen aanwezig als ze naar onze mening naar verwachting bij zullen dragen aan een hoger verwacht rendement voor de totale portefeuille, of aan het reduceren van het totale risico van de portefeuille – en in het ideale geval aan beide tegelijk. Dit betekent expliciet dat satellieten niet altijd aanwezig zullen zijn in de portefeuille. Als aandelen in zijn algemeenheid goedkoop zijn, is er bijvoorbeeld weinig aanleiding om fondsen op te nemen waarvan verwacht wordt dat ze bijzonder goed zullen renderen als de rendementen op de kernportefeuille negatief zijn. In de satellietportefeuille passen daarom opportunistisch gekozen fondsen die kunnen profiteren van bijzondere gebeurtenissen of omstandigheden, die profiteren van koersbewegingen op de kortere termijn, of die hun marktrisico gedeeltelijk afdekken. Het is bij satellietfondsen belangrijk dat ze zich bewust zijn van de grens aan wat ze aan vermogen kunnen beheren. Hoe groter de omvang van zo'n fonds, hoe moeilijker het wordt om waarde toe te voegen.



Samenvattend: het beschikbare vermogen wordt gesplitst in een risicomijdend en een risicodragend deel. De risicomijdende portefeuille geeft de rust om de risicodragende portefeuille voortdurend met een lange-termijn perspectief te beheren. De risicodragende portefeuille wordt volgens een 'kern met satellieten' systeem belegd.

Benchmarks

Om een oordeel te kunnen geven over hoe je risicodragende portefeuille rendeert, is het noodzakelijk de uitkomsten te vergelijken met een objectieve maatstaf, de zogenaamde benchmark. Voor de portefeuille van kernaandelen is de MSCI World Index (netto¹², in euro) een goede benchmark. In deze index zitten ruim 1600 aandelen uit 23 landen. Een overzicht van de sector- en landenwelingen van deze index eind 2017 vind je hieronder:¹³



Wat opvalt is de dominantie van de Verenigde Staten. Deze aandelenmarkt maakt zo'n 60% uit van de totale index, en de 10 grootste bedrijven ter wereld in deze index waren eind 2017 allemaal Amerikaans. Daar is op zich niets tegen, maar het zorgt wel voor een grote gevoeligheid voor de ontwikkeling van de euro tegenover de US dollar. Zoals eerder aangegeven kun je als belegger valutarisico beter mijden, maar de realiteit is dat al onze fondsen op één na geen naar de euro afgedekte versie aanbieden. Mede om die reden hebben wij de neiging om minder gewicht aan dollar fondsen te geven dan die 60%. En ook uit het perspectief van de waardering van Amerikaanse aandelen valt momenteel veel te zeggen voor een onderweging, zie het segment over de marktomstandigheden later.

Het is belangrijk te beseffen dat je totale risicodragende portefeuille bestaat uit kern- en satellietbeleggingen. Van de kernbeleggingen als groep is het doel om *jaarlijks* een beter rendement te bereiken dan de MSCI World. Dat zal niet elk jaar gebeuren, maar het rendement zal redelijk in de buurt liggen van deze index. Je totale risicodragende portefeuille bevat echter ook satellietbeleggingen. Het doel van de totale risicodragende portefeuille is om het *over een hele beleggingscyclus van 10 jaar* beter te doen dan de MSCI World. Als er een satelliet-

¹² Netto wil zeggen na aftrek van withholding taxes op dividenden. Een index flatteert de rendementen een beetje omdat er in de berekeningen geen transactiekosten worden meegenomen, die bijvoorbeeld een indextracker wel heeft. Ook de jaarlijkse instandhoudingskosten van zo'n indextracker blijven buiten beschouwing.

¹³ Bron: <https://www.msci.com/documents/10199/890dd84d-3750-4656-87f2-1229ed5a5d6e>



portefeuille is, zal je totale risicodragende portefeuille in goede jaren voor de aandelenmarkten soms behoorlijk achterblijven bij de index. Omgekeerd mag je verwachten dat je totale risicodragende portefeuille het beduidend beter doet dan de index in slechte jaren voor de aandelenmarkt. Over de hele beleggingscyclus is het beoogde resultaat van de totale risicodragende portefeuille nog steeds dat je het beter doet dan de index, maar met minder diepe dalen en lagere toppen dan die index.

Ook voor elk individueel fonds dat in je portefeuille zit is een benchmark gedefinieerd, die je terugvindt in je vermogensoverzichten. Deze fonds-specifieke benchmarks zijn uitsluitend bedoeld om te bepalen of het fonds in kwestie het beter doet dan zijn markt. Stel de wereldindex heeft in enig jaar 10% gerendeerd en de Japanse aandelenindex 5%. Hoe moeten we dan oordelen over een fonds dat uitsluitend belegt in Japanse aandelen en in datzelfde jaar een rendement heeft gehaald van 7%? Het is onjuist om te denken dat ze het slecht gedaan hebben omdat ze 3% minder hebben gerendeerd dan de wereldindex. Ze hebben het juist beter gedaan dan van ze verwacht mocht worden door 2% meer rendement te maken dan de Japanse aandelenindex. Verwacht overigens niet dat elk fonds zijn benchmark jaar in jaar uit verslaat. Een goed fonds doet het bijvoorbeeld 6 van de 10 jaren beter dan zijn benchmark. Dat is precies hetzelfde als het 4 van de 10 jaren slechter doen. Ook de kans om het twee jaar op rij slechter te doen dan de benchmark is daarmee nog groot, namelijk 1 op 6. Het is daarom wijs fondsen te beoordelen op hun investeringsproces en performance op de lange termijn, en niet op de jaarlijkse uitkomsten tegenover de fonds-specifieke benchmark.

Een evaluatie van de marktomstandigheden

Het zal inmiddels duidelijk zijn dat we tot het kamp van de langetermijnbeleggers behoren. We accepteren dat gebeurtenissen die op korte termijn een belangrijke invloed op de waarde van het vermogen hebben zeer slecht voorspelbaar zijn. We willen ons niet laten verleiden de nabije toekomst te voorspellen. Dat wil niet zeggen dat we consequent de marktomstandigheden negeren, maar dat uitsluitend langdurige veranderingen in de omgeving zullen worden vertaald naar een andere invulling van de portefeuilles van onze klanten.

Centrale banken hebben na de financiële crisis wereldwijd de geldhoeveelheid op laten lopen en schuldpapier opgekocht. Dit heeft geleid tot een opmerkelijk herstel van de aandelenmarkten, wederom in 2017. Maar dat beleid heeft ook geresulteerd in lange- en korte rentes die niet ver van een historisch dieptepunt staan en in sommige markten nog negatief zijn. De gemiddeld te ontvangen rente op kasgeld in Nederland ligt net als ten tijde van de laatste update rond de 0%. Dat bijt nu nog meer dan in 2016: toen was de inflatie ook nauwelijks meer dan 0%, maar nu ligt de inflatie rond de 1,5%. Het reële rendement op kasgeld is daarmee momenteel *minus* 1,5%. Bij een risicopremie van 4% is het dan een redelijke aanname dat het te verwachten reële rendement op aandelen voor de komende 10 jaar rond de $(-1,5 + 4 =) 2,5\%$ per jaar uitkomt. Nominaal komt die 1,5% inflatie daar nog bovenop, waarmee de verwachting voor het gemiddelde jaarlijkse nominale rendement op aandelen op 4% uitkomt. Het is belangrijk te beseffen dat we in onze laatste update ook uitgingen van 4% nominaal, maar dat was toen tevens de reële rendementsverwachting. Feitelijk zijn de verwachtingen nu lager, na correctie voor koopkrachtverlies. Dit is geen voorspelling waar een pessimistische visie aan ten grondslag ligt, maar een neutrale verwachting op basis van historische risicopremies en actuele marktgegevens.



Aan de andere kant is op de korte termijn de druk om 'kasgeld aan het werk te zetten' nog groter geworden door de wat opgelopen inflatie. Hoe dat voor de aandelenmarkten in 2018 uitpakt is niet te voorspellen. Maar iedereen die op dit moment voor de komende 10 jaar reële rendementen van 6% of meer verwacht op aandelen, zal daar in onze beleving een goede verklaring voor moeten hebben.

Het zou zelfs kunnen zijn dat de reële rendementen op aandelen de komende 10 jaar onder die 2,5% uitkomen. Rentes kunnen namelijk nauwelijks verder omlaag, zeker niet nu de inflatie iets oploopt. Maar de rentes kunnen wel omhoog, iets wat in de VS in 2016 al is begonnen. Het renterisico is na een aanzienlijke daling van de lange en korte rente sinds de jaren '80 nu asymmetrisch. Zeker in verhouding tot de huidige inflatie is 0% rente op kasgeld in de Eurozone wat bizar te noemen: zonder monetaire interventies zou je een rente op zijn minst gelijk aan de inflatie verwachten, en op basis van de geschiedenis zou die rente zelfs boven de inflatie moeten liggen. Omdat het verleden ons leert dat reële rendementen op aandelen ten tijde van stijgende rentes vaak onder het gemiddelde uitkomen, is enige voorzichtigheid vereist.

Daarnaast is het twijfelachtig of de centrale banken van Japan en Europa in staat zullen zijn om nog lang door te gaan met het beleid van geldcreatie, lage korte rentes en het opkopen van schuldpapier. Het is niet te voorspellen hoe de financiële markten zullen reageren op een eventueel einde aan de ruim geld politiek, maar wij zijn daar niet optimistisch over. We moeten echter wel constateren dat in de VS, na de verkiezing van Trump, de lange en korte rentes al opgelopen zijn. Eveneens is de Amerikaanse centrale bank, de FED, al gestopt met het opkopen van leningen. Maar dat heeft tot nog toe geen merkbare invloed op de Amerikaanse aandelenmarkt gehad. Integendeel, die heeft uitstekend gendeerd in 2017.

Een andere opmerkelijke ontwikkeling is de verdere daling van de volatiliteit op financiële markten. Bij marktparticipanten heeft blijkbaar de mening postgevat dat centrale banken bij elke toekomstige crisis het tij weer zullen weten te keren. Het gevolg is dat de volatiliteit van Amerikaanse aandelen in 2017 zijn laagste niveau ooit bereikte. Dat is overigens een niveau vergelijkbaar met vlak voor de financiële crisis van 2007-2008. Wij houden de neiging dat als stilte voor de storm te zien, ook al zien wij geen specifieke dreigingen die een acuut gevaar van een crisis veroorzaken. Dat zou begin 2007 overigens ook niet het geval geweest zijn.

2017 is een wat beter jaar voor aandelen geweest dan onze forecast van 4% reëel, wat met de feitelijke inflatie uitgekomen zou zijn op 5,5% nominaal. De MSCI World Index heeft een rendement in euro's laten zien van 7,5%. Dat verschil van 2% is overigens niet bijzonder groot in statistisch opzicht. Onze 10-jaars verwachting is een marathon, en de komende 9 jaar zal laten zien of we te pessimistisch waren of niet. De genoemde 7,5% is wellicht lager dan wat je verwacht zou hebben op basis van de Europese aandelenbeurzen, maar dat komt voor een groot deel door de euro, die in 2017 in waarde steeg tegenover andere valuta. Dat drukte het rendement in euro's van de wereldindex aanzienlijk.

Ten tijde van onze laatste update waren de bedrijfswinsten in de VS al twee jaar aan het dalen, terwijl de aandelenmarkten bleven stijgen. Dit leidde tot waarderingniveaus boven het lange-termijngemiddelde. Het afgelopen jaar zijn de bedrijfswinsten in de VS echter elk kwartaal hoger geweest dan in hetzelfde kwartaal een jaar daarvoor. Dit dempte echter maar gedeeltelijk de verder stijgende waardering in de VS, waardoor bijvoorbeeld de Cyclically Adjusted Price to Earningsratio van Professor Shiller voor de S&P 500 op een nog hoger niveau uitkwam:



Shiller's CAPE ¹⁴



Je moet voorzichtig zijn om de hoogte van de CAPE te gebruiken om beurscorrecties te voorspellen. Wat wel duidelijk blijkt uit academisch onderzoek is dat een hoge CAPE vaak gevolgd wordt door een lager dan gemiddeld rendement in de 10 jaar daarna en omgekeerd.

Wat betekent de huidige omgeving voor ons selectiebeleid voor fondsen? Geen grote afwijkingen van de bestendige beleidslijn, maar wel accentverschuivingen. In de VS zijn aandelen relatief duur geworden, ook na rekening te houden met de gevolgen van de recente wijzigingen in het belastingstelsel aldaar. Opkomende markten zijn nog steeds goedkoop. Hiermee is het zinnig onderwogen te zijn in VS aandelen en overwogen in die van 'Emerging markets'. Ook blijft de case voor satellieten bij de huidige waarderingsniveaus onverkort van kracht. Daarnaast blijft het op dit moment bijzonder moeilijk te pleiten voor 'gewone' staatsobligaties die een lage vastrentende coupon hebben en daarmee geen bescherming bieden tegen een eventueel oplopende inflatie. Ook vastrentende bedrijfsobligaties lijken thans onvoldoende compensatie te bieden voor het risico.

De enige uitzondering die we thans bereid zijn te maken is voor een fonds dat belegt in grotendeels Europese 'asset backed securities', met een korte resterende looptijd en voor het merendeel variabele rente. De risicomijdende portefeuilles bestaan daarom momenteel voor het grootste deel uit deposito's en spaargeld. Ondanks het te verwaarlozen rendement hierop is dit een belangrijke keuze en ons pleidooi blijft hierbij: discipline en geduld.

Samenvattend: als het verwachte rendement op aandelen over de komende 10 jaar afwijkt van het langjarig gemiddelde, is de kans volgens ons groter op een afwijking naar beneden dan een naar boven. In de risicodragende portefeuilles zijn satellietfondsen met een lage c.q. negatieve correlatie met de wereldwijde aandelenmarkten toegevoegd om de risicodragende portefeuille als geheel minder gevoelig te maken voor grote marktcorrecties.

¹⁴ Bron: <http://www.multpl.com/shiller-pe/>



Slotwoord

Wolkers & Co bestaat sedert 1996. Met een van onze fondsmanagers hebben we al zo'n 20 jaar een zakelijke relatie en met de meeste anderen meer dan 10 jaar. Onze klanten hebben een aantal grote marktcorrecties doorstaan zonder het afgesproken beleggingsbeleid te veranderen, en we zullen ons uiterste best doen om daar weer voor te zorgen bij de onvermijdelijke toekomstige correcties. Want alleen wie niet bezwijkt voor de Sirenenzang¹⁵ om in tijden van onrust naar 'veilig' kasgeld te gaan, zal in staat zijn om de risicopremies volledig te oogsten in de risicodragende portefeuille.

Den Haag, januari 2018

¹⁵ De Sirenen waren wezens uit de Griekse mythologie, half vogel, half vrouw, die met hun gezang de voorbijvarende naar het strand van hun eiland lokten, waar zij op de klippen schipbreuk leden...