



## Beleggingsfilosofie Wolkers & Co

Graag willen we onze beleggingsfilosofie voor 2023 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 *fiscaal financieel adviseurs*. We beperken ons hier 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.<sup>1</sup> Het is bewezen dat een optimaal gespreide portefeuille de beste verhouding biedt tussen risico en rendement.<sup>2</sup> 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.<sup>3</sup> 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.<sup>4</sup> 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%.<sup>5</sup> Omdat je naar verwachting niet wordt beloond voor het valutarisico valt er veel voor te zeggen dit risico gedeeltelijk<sup>6</sup> af te dekken, indien de transactiekosten daarvoor laag zijn.

<sup>1</sup> 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%.

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

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

<sup>4</sup> Kasgeld wordt geacht risicoloos te zijn, en heeft daarmee per definitie geen risicopremie.

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

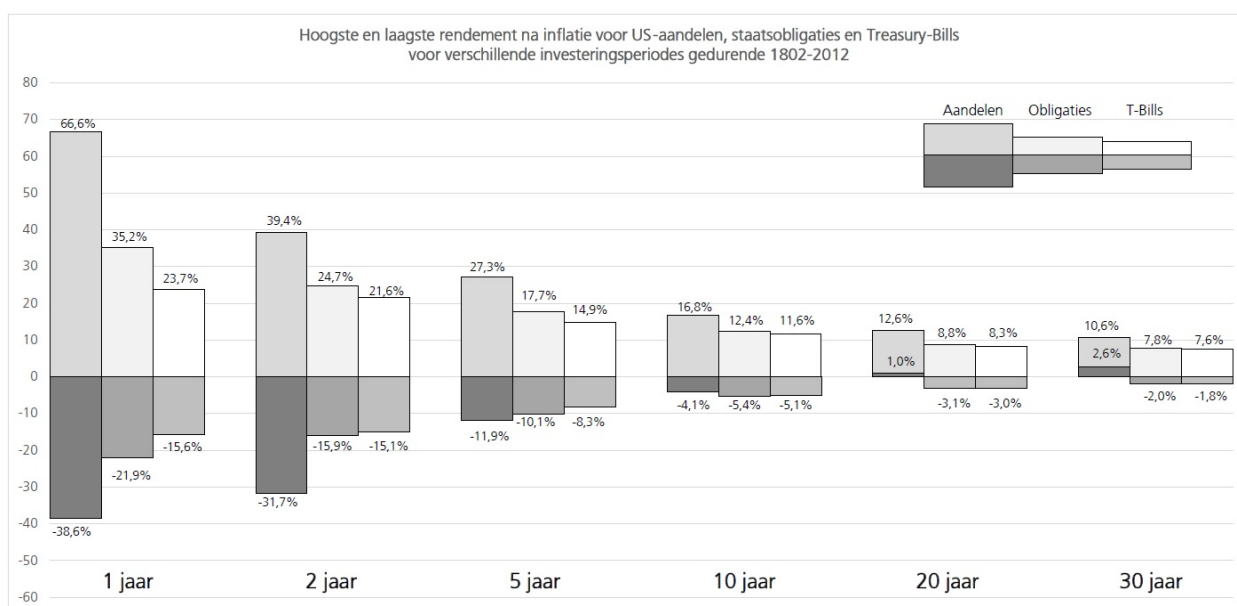
<sup>6</sup> Als vuistregel wordt vaak 50% genoemd, omdat aandelenmarkten deels compenseren voor valutabewegingen: als de valuta in waarde daalt, worden exporten goedkoper en stijgen de winsten van exporteurs in het betreffende land.



**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.<sup>7</sup> 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'

<sup>7</sup> 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 aandelen<sup>8</sup> 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 reël 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,<sup>9</sup> 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: spreid 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 lange termijn beleggers 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. 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 rendement van 7% oplevert. Maar als twee fondsen min of meer

---

<sup>8</sup> Eveneens uit 'Stocks for the Long Run' van J.J. Siegel. Hoewel je resultaten van VS 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.

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



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.<sup>10</sup>

**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 jaar<sup>11</sup> 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.

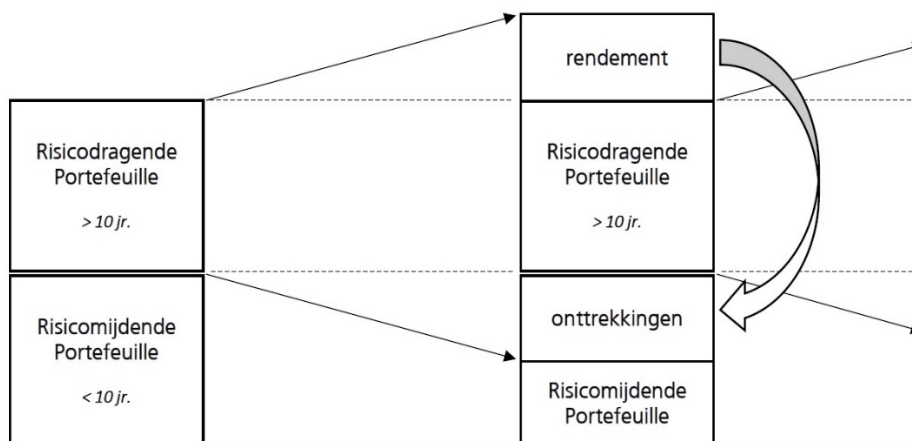
<sup>10</sup> Er bestaat overigens een groep portefeuillebeheerders die zich richten op 'onjuiste' prijzen van effecten op kortere termijn. Eigenlijk is dat meer handelen dan beleggen, maar ook dat kan winstgevend zijn. Het grootste risico is een beheerder (of klant!) die te veel handelt, terwijl hij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

<sup>11</sup> Dit is de standaardperiode. Indien je bijzonder risicoavers bent, kan deze periode worden verlengd; als je bovengemiddeld risico zoekend bent, kan van een kortere periode worden uitgegaan. Ook extreme marktomstandigheden kunnen invloed hebben op de gekozen periode.





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.

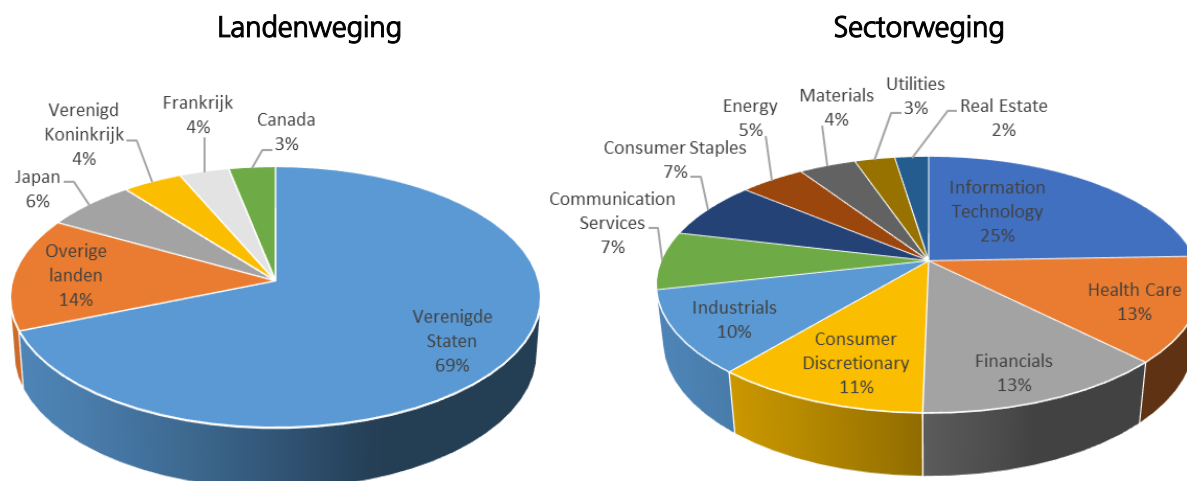
De **satellieten** bestaan uit fondsen die zich om specifieke redenen in de portefeuille kunnen bevinden. De satellieten zijn alleen aanwezig als ze naar onze mening naar verwachting bij zullen dragen aan een hoger verwacht rendement voor de totale portefeuille, of aan het reduceren van het totale risico 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 (netto<sup>12</sup>, 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 medio 2023 vind je hieronder:<sup>13</sup>



Wat opvalt is de dominantie van de Verenigde Staten. Deze aandelenmarkt maakt zo'n 69% uit van de totale index, en de 10 grootste bedrijven ter wereld in deze index waren medio 2023 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 twee 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 69%. Daarnaast schetst de groeiende invloed van een geconcentreerde groep overgewaardeerde Amerikaanse technologie megacaps op de rendementen van de wereldwijde indices een alarmerend beeld. Dit is een situatie die sterk lijkt op die van 1999 en thans voor het eerst sedertdien weer opduikt. Ter illustratie: slechts vijf Amerikaanse tech-magnaten vertegenwoordigen medio 2023 grofweg 15% van de wereldindex, en 23% van de S&P 500 (een index voor US genoteerde bedrijven).<sup>14 15</sup> Door de thans hoge waarderingen van Amerikaanse aandelen en een aanzienlijk indexconcentratierisico valt momenteel veel te zeggen voor een Amerikaanse (vooral tech-georiënteerde) onderweging,

<sup>12</sup> 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.

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

<sup>14</sup> Bron: <https://www.msci.com/documents/10199/890dd84d-3750-4656-87f2-1229ed5a5d6e>

<sup>15</sup> Bron: <https://www.slickcharts.com/sp500>



en een relatief lage correlatie van onze algehele portefeuille met de wereldindex. Zie later het segment over de marktomstandigheden voor nadere toelichting.

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 zeker 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-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 lange termijn beleggers 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.

De risico's van beleggen zijn de laatste jaren sterk toegenomen. Een combinatie van hoge waarderingen van vrijwel alle soorten bezit op basis van genormaliseerde rente (*bubble of everything*), een historisch lage (tot 2022 vaak negatieve) rente en torenhoge schuldenniveaus van vooral overheden en bedrijven maken de onzekerheden groter dan ooit.

Beleggers hebben als groep de neiging om in de achteruitkijkspiegel te beleggen. We hebben een ongekend lange periode van stijgende koersen achter de rug sinds 2009 (of 1982 zo je wilt). Dit keer grotendeels niet op basis van economische groei of groei van arbeidsproductiviteit maar door inkoop van aandelen door bedrijven, stijgende bedrijfsmarges, (door de lage rente) hogere waarderingen en exponentieel toegenomen schulden. Ter beeldvorming: de wereldwijde

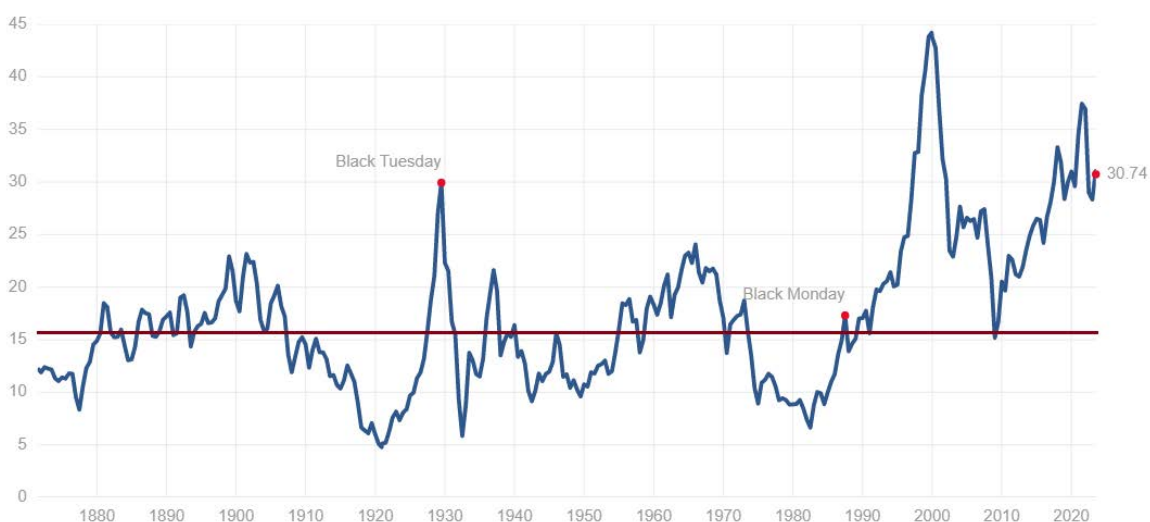




totale schuldpositie is van rond 130 biljoen dollar eind 2006 opgelopen tot ruim 300 biljoen medio 2023, d.w.z. een schuldquote van circa 350% (ofwel, een hefboomfinanciering van 350% op het wereld-bbp).<sup>16</sup>

Om een objectief beeld te verkrijgen van de relatieve onder- of overwaardering van (vooral US genoteerde) aandelen, is Shiller's *Cyclically Adjusted Price to Earningsratio* (CAPE) voor de S&P 500 – met ruim 140 jaar aan historische data – een geschikte maatstaf. De CAPE Ratio, ontwikkeld door Nobelprijswinnaar Robert Shiller, wordt bepaald op basis van de gemiddelde voor inflatie gecorrigeerde bedrijfswinst over 10 jaar (in plaats van over één jaar) en kijkt zodoende als het ware door de economische cyclus heen. Momenteel toont de maatstaf aan dat voor de S&P 500-bedrijven ruim 30 maal de jaarwinst van de afgelopen tien jaar wordt betaald; een significante overwaardering ten opzichte van het gemiddelde van 16, en een waardering die gelijk staat met Zwarte Dinsdag in 1929 (zie onderstaande grafiek). Voorzichtigheid blijft echter geboden bij de toepassing van CAPE 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.

Shiller's CAPE <sup>17</sup>



Ray Dalio, één van de langst functionerende en succesvolste *hedge fund* managers beschrijft de huidige macro dynamiek als een onvermogen van individuen om te denken in omslagen en in plaats daarvan het verleden extrapoleren. Zijn (niet extreem sombere vooruitzichten) gaan uit van een rendement op aandelen van nihil voor de komende 10 jaar (voor inflatie!). Jonathan Ruffer, een intelligente en ervaren beheerder uit de UK, waarschuwt voor oplopende en aanhoudend hoge inflatie bij een rente niveau dat structureel lager kan blijven dan de inflatie. Dit zal grote gevolgen hebben op de koopkracht en waardering van bezittingen gezien het negatieve reële rendement op kasgeld. Deze visie wordt door een toenemend aantal ervaren investeerders gedeeld nadat in 2022 de inflatie opliep. Forse inflatie en stijgende rente heeft een groot effect op de waardering van alle bezit. In 2022 zagen we de eerste gevolgen hier al van op wereldwijde beurzen nadat rentetarieven historisch snel opgevoerd werden. Door voortdurend ingrijpen van centrale banken (*repression*) is een periode van bovengemiddelde

<sup>16</sup> Bron: <https://www.iif.com/Products/Global-Debt-Monitor>

<sup>17</sup> Bron: <http://www.multpl.com/shiller-pe/>



inflatie, oplopende rente en negatieve reële rente (= inflatie is hoger dan rente) een reëel scenario.

Door de tot voor kort ongekende stimuleringsmaatregelen van alle centrale banken en overheden is het risico in termen van koopkracht van het aanhouden grote hoeveelheden kasgeld aanzienlijk toegenomen. Onder druk van de sterk gestegen inflatie is het beleid van de centrale banken sinds 2022 gewijzigd. Door de hoge schuldenniveaus kent dit echter zijn beperkingen: stijgende rente leidt tot een groei in rentelasten die mogelijk op enig moment voor veel bedrijven en overheden (en mogelijk ook de particuliere sector) niet meer zijn op te brengen. Een schuldhoudbaarheidsprobleem dreigt dan het gevolg te zijn, helemaal als de (mondiale) reële groei achterblijft. Als een 'kanarie in de kolenmijn' zagen we dit probleem in het voorjaar van 2023 al tot uiting komen in de bancaire sector. Als reactie zette de Amerikaanse centrale bank haar balans open om liquiditeit te verstrekken aan noodlijdende banken: opnieuw een terugval naar *kwantitatieve geldverruiming* terwijl de centrale banken nu juist op een sterk verkrappende koers zaten om inflatie in te dammen. Een ongekende vicieuze cirkel van geëscaleerd geldbeleid.

Kortom, hoewel wij ervan overtuigd zijn dat het voorspellen van de toekomst in het algemeen een kansloze exercitie is, zijn de omstandigheden nu zo extreem geworden dat we niet kunnen volharden in een beleid dat de sterk toegenomen risico's negeert. Zodoende stellen wij voorop: "*preparation over prediction.*"

De consequentie voor het beleid dat wij voorstellen is dat grote afwijkingen kunnen ontstaan (zowel in positieve als in negatieve zin) ten opzichte van het resultaat van een brede aandelenindex zoals de MSCI World Index.

De strategie die we uitwerken is gericht op het lange termijn behoud van koopkracht van vermogen na kosten, inflatie en belastingen en dat zoveel mogelijk aangepast aan de toegenomen risico's en rekening houdend met een waaier aan marktomstandigheden en scenario's.

***Samenvattend:*** als het verwachte rendement op aandelen over de komende 10 jaar afwijkt van het langjarig gemiddelde, is de kans volgens ons nog steeds groter op een afwijking naar beneden dan een naar boven. De combinatie van sterk toegenomen risico's (zoals de geëscaleerde wereldwijde schuldquote, hoge waarderingen, aanhoudende inflatie, en oplopende, maar negatieve reële rente) vraagt om een benadering die niet uitsluitend gericht is op een geprognostiseerd aandelenrendement, maar een substantiële bescherming kan bieden bij langdurige tegenvallende marktomstandigheden en schokken in ons economisch systeem. In de risicodragende portefeuilles blijft behoefte aan satellietfondsen met een lage c.q. negatieve correlatie met de wereldwijde aandelenmarkten om de risicodragende portefeuille als geheel minder gevoelig te maken voor grote marktcorrecties. Zodoende is ons beleid primair gericht op lange termijn 'preservation of capital' na inflatie, belastingen en kosten.



## 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 Sirenenzang<sup>19</sup> 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, juli 2023

---

<sup>19</sup> De Sirenen waren wezens uit de Griekse mythologie, half vogel, half vrouw, die met hun gezang de voorbijvarenden naar het strand van hun eiland lokten, waar zij op de klippen schipbreuk leden...