

1. Hoe hebben de beleggingen van Selectum het afgelopen jaar gepresteerd?

Het jaar 2018 was een teleurstellend beursjaar met flinke koersdalingen. Wereldwijd waren er forse correcties waarbij de kleinere aandelen de zwaarste klappen kregen. De beleggingen van Selectum hebben het niet veel anders gedaan dan de doorsnee aandelen op de Europese beurzen. Zie de onderstaande tabel.

Fonds (I-class)		Selectum Benchmark	
Combi Fund	-21,1%	3 landen	-19,2%
Germany Fund	-23,3%	Duitsland	-22,1%
Benelux Fund	-18,1%	Nederland	-17,1%
European Smaller Cap Fund	-29,8%	Belgie	-12,9%

2. Waarmee vergelijkt Selectum zichzelf?

Selectum spiegelt zich aan de ontwikkeling van de aandelen die deel uitmaken van de indices van België, Duitsland en Nederland. In 2018 daalde de index die we zo berekend hebben met 19,2%.

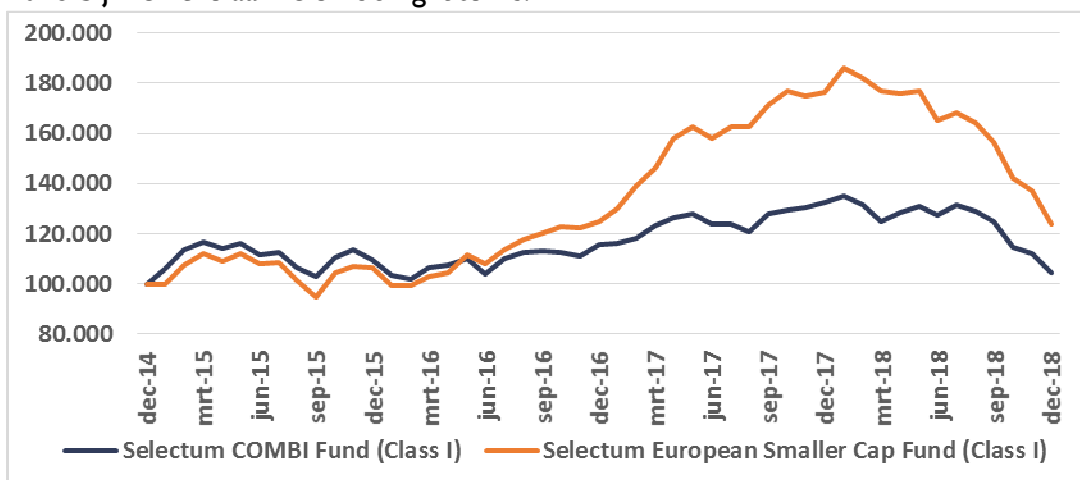
Het is zuiverder om de onroerend goed fondsen buiten beschouwing gelaten. Dit een relatief grote groep met meer dan 10% van het aantal index-aandelen. Onroerend goed fondsen lijken sterk op obligaties en hebben niets gemeen met aandelen van normale bedrijven. In andere jaren was dit niet zo zichtbaar, maar in 2018 vormden ze de best presterende sector, met gemiddeld een positieve performance.

Elimineren we de onroerend goed fondsen dan komen we op een daling van 21,2%.

3. Verandert het lange termijn plaatje hierdoor?

Nee, de forse daling in 2018 kwam na een forse stijging in 2017. We zijn nu weer terug op niveaus van medio 2016. Echter vergeleken met toen zijn de bedrijfsresultaten wel verbeterd waardoor de beurs goedkoper is geworden.

In onderstaande grafiek wordt de ontwikkeling van de laatste 4 jaar weergegeven voor het COMBI Fund en het Smaller Cap Fund. Opvallend is de outperformance van de kleinere aandelen in de eerste jaren. Het is dus niet verbazingwekkend dat de daling in 2018 bij kleinere aandelen ook groter is.



4. De AEX deed het een stuk beter met een daling van 10,4%. Hoe komt dit? Is de AEX een goede indicator van de ontwikkeling van de Europese beurzen?

De AEX is een scheef verdeelde index waarin een beperkt aantal aandelen een heel groot gewicht heeft. 5 van de 25 aandelen (Koninklijke Olie, Unilever, Ahold, ASML en Philips) nemen samen bijna 60% voor hun rekening. Deze aandelen hebben een beperkte business in Nederland en daarnaast ook nog een belangrijke dollarcomponent.

5. Wat zou een betere maat zijn voor Nederlandse bedrijven? En voor Europese?

De Amsterdamse Midcap-index die met 21,2% daalde, geeft een beter beeld voor Nederlandse bedrijven. Om een goed beeld te krijgen van de Europese beurzen kun je beter kijken naar de Duitse beurzen. De 80 grootste aandelen (exclusief de onroerend goed fondsen) daalden gemiddeld met 19,5%; de 62 kleinste aandelen daalden zelfs met 28,3%. Hieruit blijkt opnieuw de forse underperformance van de kleinere aandelen.

6. Hoe hebben de Europese bedrijven het afgelopen jaar bedrijfsmatig gepresteerd?

Het eenvoudigste is om te kijken naar de ontwikkeling van de winst per aandeel. Er zijn nog geen definitieve cijfers, maar de verwachte winst per aandeel voor de meeste bedrijven in het beleggingsuniversum van Selectum is in 2018 gegroeid, voor het gemiddelde bedrijf met zo'n 3.0%. Tegen de achtergrond van de goede economische situatie (redelijke groei en dalende lage werkloosheid) is dit ook niet vreemd.

7. Waarom was er het afgelopen jaar zo'n groot verschil tussen de ontwikkeling van de beurskoersen en de resultaatontwikkeling van de bedrijven?

Macro-economen en beursgoeroes zijn verlegen om een goede verklaring te vinden. Met gangbare economische theorieën lukt dat nauwelijks.

Partijen die dagelijks in de markt staan, zagen al in het tweede kwartaal dat beleggingen geliquideerd werden en dan vooral door Amerikaanse beleggingsfondsen in het kader van een back-to-home strategie. Het begon in de wat meer exotische markten en daarna ook in kleinere Europese aandelen. Dat leidde tot allerlei technische reacties waardoor de ontwikkeling nog versterkt werd. Zo kochten partijen die kleinere aandelen verkochten, soms grotere aandelen terug waardoor sommige hoofdingices zoals de Euro Stoxx50 nog enige tijd redelijk goed bleven presteren. Er ontstond zodoende een grote divergentie tussen de grotere en de kleinere aandelen, louter gebaseerd op algemene en niet op bedrijfsspecifieke gronden.

8. Wat is de achtergrond van deze back-to-home strategie? Is dit een typisch Amerikaans verschijnsel?

Er zijn veel onzekerheden in de wereld. Politieke spanningen, handelsoorlogen, Brexit, opkomst van populistische of zelfs volksoptstanden. De wereld ziet er dan thuis vaak beter uit. Europese beleggers zijn veel meer op de langere termijn gericht en reageren minder agressief op dit soort verschijnselen dan Amerikaanse.

9. Verklaart de back-to-home strategie de relatief goede performance van de Amerikaanse beurs?

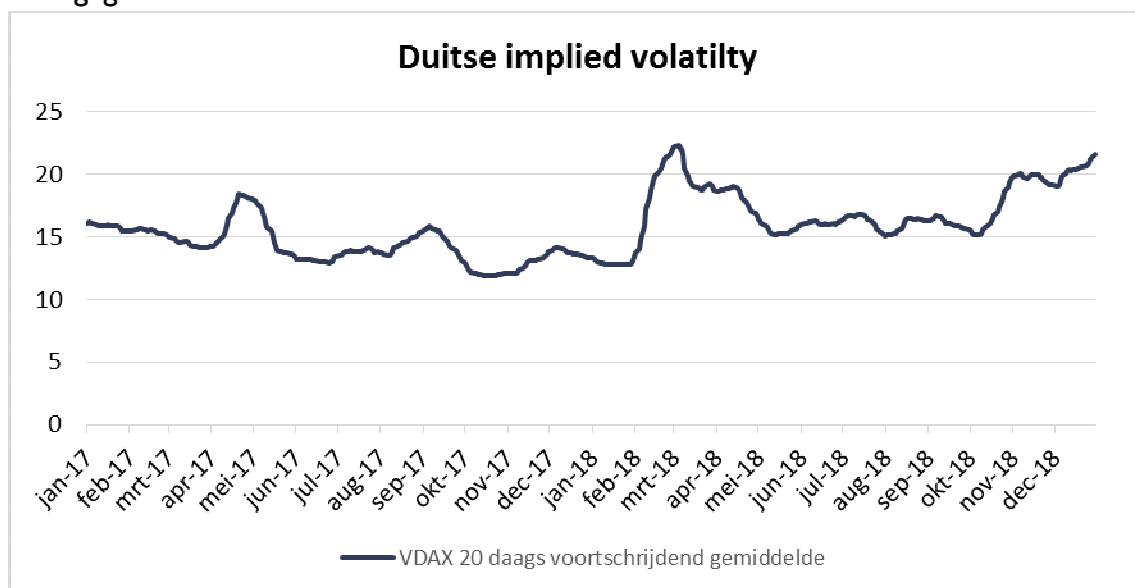
Ja, zeker in de eerste fase van de terugkerende geldstromen. Tegen het einde van het jaar realiseerden de Amerikaanse beleggers zich dat hun eigen aandelen wel heel duur

geworden waren, en dat juist de Amerikaanse bedrijven te verliezen hadden bij een handelsoorlog met China. Toen begonnen ook de Amerikaanse beurzen te dalen en gingen de geldstromen richting Amerikaanse staatsobligaties.

10. Hoe rationeel hebben de beleggers het afgelopen jaar gehandeld?

Beleggers lijken niet erg rationeel gehandeld te hebben. Men liep vooral achter elkaar aan. De tijden van Keynes die sprak over beleggers met “dierlijke instincten” verschillen niet echt met die van nu waar er wereldleiders zijn met een intellect van een “fifth- or sixth-grader” (Secretary of Defense Jim Mattis over zijn baas Donald Trump).

De beurzen werden in toenemende mate wispelturig. Zie het onderstaande plaatje waar de ontwikkeling van de Duitse (implied) volatility over de jaren 2017 en 2018 is weergegeven.



11. Wat zijn de verwachtingen van Selectum voor het komende jaar? Komen we in een recessie terecht?

Wellicht zet de ontwikkeling van de laatste maanden zich nog even door, maar op iets langere termijn zal de situatie toch normaliseren. De uiteenlopende ontwikkeling van koers en resultaten zal verdwijnen. Dat betekent dat de koersen zich zullen herstellen of de economie gaat (sterk) verzwakken. Het is ongewis welk scenario het meest waarschijnlijk is.

Bij Selectum hebben we niet veel vertrouwen in macro-economische bespiegelingen en we onthouden ons liever van een mening over de economie. Belangrijk is zeker dat de politieke situatie tot rust komt. Dit is noodzakelijk voor het algemeen vertrouwen en om de geldstromen te doen keren.

Bij Selectum achten we kans op een recessie klein. Wij baseren ons op de verwachtingen van de ondernemers die we spreken. Bij hen overheerst nog steeds optimisme.

Oude statistieken en indicatoren zijn in de steeds sneller veranderende wereld niet meer bruikbaar. Een goed voorbeeld is de Dow Jones Transport Index. Traditioneel werd een daling hiervan gezien als een indicatie voor een vertragende wereldeconomie.

Deze index daalde deze week heel sterk met de daling van de koers van Federal Express. En waarom daalt Fedex? Omdat Amazon een eigen transportfirma wil opzetten. De daling van de Transport Index geeft dus een vals signaal en geeft vooral aan dat de wereld snel verandert.

Onze omgeving wordt steeds complexer en wordt gedreven door een veelheid van (onstuitbare) megatrends die allemaal hun eigen cyclus meebrengen. Er is niet langer sprake van één wereldomvattende (voorraad) cyclus. Technologische ontwikkelingen zijn niet te stuiten. Mensen willen communiceren, reizen en plezierig ouder worden. Er blijft een goede toekomst voor bedrijven die hiervoor producten en diensten leveren.

12. Wordt beleggen nu moeilijker of gemakkelijker voor Selectum?

De juiste beleggingen kiezen blijft een grote uitdaging. In de gegeven situatie is de uitdaging groter dan een jaar geleden. Wel is het zeker zo dat beleggers nu duidelijker moeten kiezen. Een beetje meedrijven met de marktindex is er niet meer aangewezen. Het is zaak om heldere keuzes te maken en de juiste bedrijven te selecteren. En dat is precies wat wij leuk vinden. Er zijn ruim voldoende kansen.

13. Zullen small caps weer gaan outperformen?

De small caps hebben bovenmatig te lijden gehad van de opgetreden geldstromen. Ook waren ze door de goede performance van de afgelopen jaren heel vatbaar voor winstnemingen. Het resultaat momentum lijkt echter ongebroken en zo langzamerhand zal de belangstelling voor deze aandelen dus wel weer toenemen. Mocht de beurs zich herstellen, dan zal het herstel bij deze aandelen sterker zijn gezien hun historisch grotere volatiliteit.

14. Vormen obligaties wellicht een alternatief?

Nee, in het geheel niet en zeker niet in Europa. Obligaties presteerden ook slecht in 2018. De rente in Europa is nog nauwelijks gestegen waardoor het negatieve potentieel van obligatiekoersen onverminderd groot is. Daarbij komt dat dividenden op peil blijven (of zelfs stijgen) en aandelenkoersen gedaald zijn, waardoor aandelen relatief zelfs aantrekkelijker zijn geworden.