

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

Het jaar 2019 was een heel goed beursjaar met stevige koersstijgingen, in zekere zin het spiegelbeeld van het slechte jaar 2018. Vanaf de start van het jaar stelden de markten alles in het werk om de vreemde koersbewegingen van eind 2018 ongedaan te maken. De beleggingen van Selectum hebben het beter gedaan dan vergelijkbare aandelen op de Europese beurzen. Dat geldt in het bijzonder voor het Benelux fonds dat een zeer goede prestatie leverde en 15% boven zijn benchmark uit kwam. Smaller Cap bleef nog wat achter.

Fonds (I-class)		Selectum Benchmark	
Combi Fund	25,5%	3 landen	23,1%
Germany Fund	29,0%	Duitsland	23,8%
Benelux Fund	37,4%	Nederland	22,6%
European Smaller Cap Fund	21,8%	Belgie	23,3%

2. Hebben aandeelhouders de laatste jaren eigenlijk wel wat verdiend?

De winsten van 2019 verhullen inderdaad de dalingen in het voorgaande jaar 2018. Het jaar 2017 was echter ook een prima aandelenjaar. Goede en slechte jaren wisselen elkaar steeds meer af. Daarmee wordt bevestigd dat aandelen een lange termijn belegging vormen en dat een beoordeling niet primair op het recente verleden gericht mag zijn. Iedereen die begin 2018 bijkocht na het goede jaar 2017 om vervolgens aan het einde van het beroerde jaar 2018 in paniek alles te verkopen, heeft veel geld verloren.

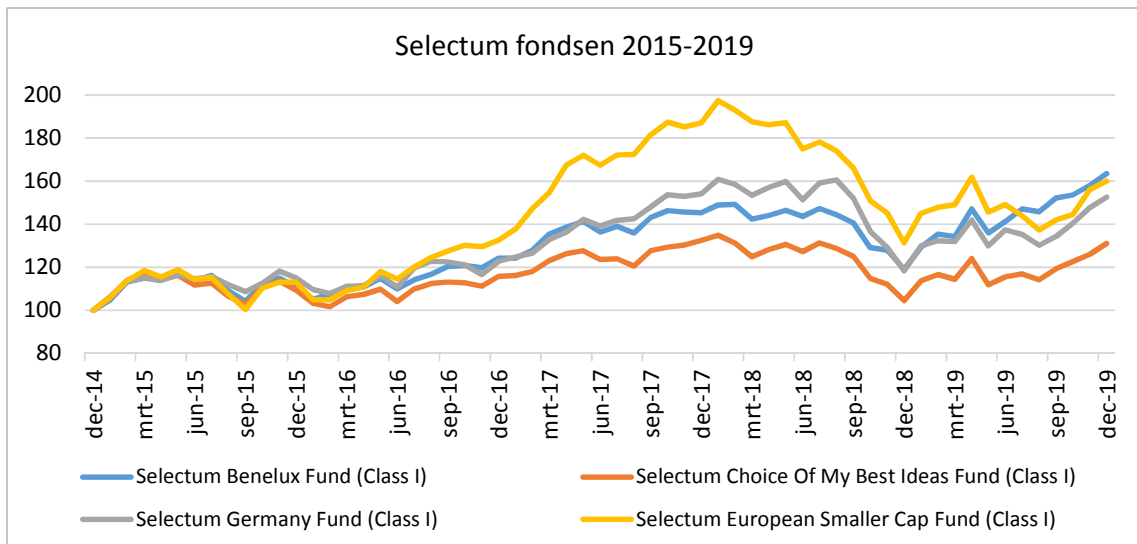
Over de jaren heen zijn aandelen wel degelijk een goede belegging gebleken, zoals uit onderstaande tabel blijkt. Achteraf bekeken lijkt 2018 een incident geweest te zijn.

Index	2019	2018	2017	2016	2015	2015-2019
Eurostoxx50	24,8%	-14,3%	6,5%	0,7%	3,8%	19,0%
DAX Index	25,5%	-18,3%	12,5%	6,9%	9,6%	35,1%
AEX	23,9%	-10,4%	12,7%	9,4%	4,1%	42,4%
BEL20	22,0%	-18,5%	10,3%	-2,5%	12,6%	20,4%

3. Geldt dat ook voor de beleggers in de Selectum-fondsen?

De Selectum fondsen hebben in 2019 beter gepresteerd dan de beurzen. De laatste 5 jaar hebben het Benelux Fund en het Smaller Cap Fund de beste prestatie neergezet. Ook het Germany Fund deed het beter dan de Duitse index. Het Combi Fund kwam duidelijk uit boven de Eurostoxx50.

Het Benelux Fund staat al een tijdje boven aan de lijst die de Tijd periodiek publiceert. In de bijlage van deze nieuwsbrief kunt u zien wie de concurrenten zijn...



4. Hoe komt het dat de AEX relatief zo goed blijft presteren?

Uit de bovenstaande tabel blijkt dat de AEX het de afgelopen 5 jaar (veel) beter deed dan de andere genoemde indices. Hiervoor is een typische verklaring. In 2019 werd namelijk 81% van de stijging van de index geleverd door slechts 5 aandelen. ASML was veruit de belangrijkste in deze groep. Alleen al de stijging van dit aandeel was goed voor 46% van de stijging. Het gewicht van ASML in de index steeg zodoende naar een kleine 20%. De AEX is dus een (zeer) scheef verdeelde index.

Bij andere, beter gespreide indices als bijvoorbeeld de Duitse small cap (SDAX)-index met 70 aandelen was de grootste stijger slechts goed voor 11% van de stijging van de index.

De sterke stijging van de AEX kan dus niet worden toegeschreven aan een betere prestatie van de Nederlandse economie. De echte reden is dat één bedrijf deze index domineert en uit zijn lood trekt. Dit is in het verleden ook bij andere indices gebeurd, zoals in Finland met Nokia en in België met AB InBev.

5. Is de extreem goede performance van ASML een uitzondering?

Nee, ASML is slechts een voorbeeld van een aandeel met een uitzonderlijke performance. Er zijn er veel meer. Andere voorbeelden staan in onderstaande tabel.

AEX top 5		DAX top 5		MDAX top 5	
Galapagos	142,7%	Adidas	61,0%	Delivery Hero	117,1%
ASML	96,1%	RWE	48,8%	Zalando	101,3%
DSM	69,9%	Deutsche Post	48,2%	Bechtle	86,2%
Randstad	49,7%	Munich Re	44,0%	Nemetschek	85,3%
Philips	45,1%	Linde	40,3%	Deutsche Pfandbriefbank	81,7%

AEX bottom 3		DAX bottom 3		MDAX bottom 3	
Takeaway.com	-0,1%	Lufthansa	-13,3%	United Internet	-23,2%
ArcelorMittal	-12,0%	ThyssenKrupp	-14,6%	K+S	-28,3%
ABN Amro	-14,2%	Wirecard	-19,0%	I&I Drillisch	-51,2%

Het is duidelijk dat stijgingspercentages als in bovenstaande tabel een uitzonderlijk karakter hebben, zelfs indien men meeneemt dat sommige aandelen een laag startpunt hadden door de koersdalingen eind 2018.

Ook is het opmerkelijk hoe groot de verschillen zijn tussen de winnaars en de verliezers. Neem voorbeeld de banken Deutsche Pfandbriefbank (+82%) en ABN AMRO (-14%).

Wat is de verklaring hiervan? Het lijkt ons toch niet dat de resultaatontwikkeling in 2019 alleen de verhoudingen zo op hun kop gezet heeft.

Er moeten andere factoren in het spel zijn. Onzekere beleggers trokken eerder hun handen af van aandelen met slecht nieuws en bleken bereid om (overdreven) premies te betalen voor bedrijven in de “winning mood”. Hierdoor zagen we een extremere divergentie in de waardering van winners en losers dan in voorgaande jaren.

Kan dit zo doorgaan in 2020? Het enige logische antwoord is nee. Incidenteel zijn jaarlijkse koersstijgingen van individuele aandelen met tientallen procenten uiteraard mogelijk, maar dit zullen uitzonderingen blijven.

Betekent dit automatisch dat de indices te hoog staan en zullen corrigeren? Dat valt te bezien. De sterkste stijgers zullen hun momentum wel verliezen, maar de achterblijvers kunnen het gat opvullen. Omdat er meer achterblijvers zijn, geldt dit sterker voor de bredere indices als MDAX en SDAX dan voor een smalle index als de AEX.

6. Waarom belegt Selectum geen grotere bedragen in de winners binnen de index?

Selectum belegt zeker in de winnaars van de index. Relatief grote beleggingen waren bijvoorbeeld ASML en SAP (goed voor 25% van de stijging van de DAX).

Als percentage van de Selectum-portefeuilles zijn deze beleggingen veel kleiner dan hun vergelijkbare percentuele gewicht in de index. De reden daarvoor is dat bij de Selectum-fondsen strenge (Europese) regels gelden voor de spreiding van de beleggingen. Dit maakt het onmogelijk om bijvoorbeeld conform de samenstelling van de AEX of de BEL20 te beleggen. Bij Selectum vinden we dat een goede zaak. Concentratie van beleggingen in slechts een paar aandelen is ongezond, zeker als dit niet op fundamentele gronden gebeurt maar slechts om een index te volgen. Dit laatste gebeurt meer en meer, vooral door beleggers die index-trackers kopen.

Een koers als die van ASML wordt op deze manier een selffulfilling prophecy: hij stijgt omdat hij stijgt.

Er bestaat uiteraard een groot gevaar dat een dergelijk explosief verschijnsel op zeker moment met een enorme klap ontploft. Dat willen wij liever niet meemaken.

Om die reden verminderen wij geleidelijk het gewicht van sterk gestegen aandelen in onze portefeuilles en zoeken we naar achterblijvers met potentieel.

7. Hoe waren de operationele prestaties van de Europese bedrijven het afgelopen jaar?

De winst per aandeel in het beleggingsuniversum van Selectum is volgens de cijfers van Bloomberg met ca 20% afgenomen in 2019 ten opzichte van 2018. Deze afname is wel geconcentreerd in een aantal sectoren, zoals automotive, waar er inderdaad vaak sprake was van een incidentele daling en dan vooral in Duitsland.

Opvallend genoeg is de verwachting van de analisten dat we in 2020 weer terug zullen komen op het niveau van 2018. Het zou dus goed kunnen zijn dat het jaar 2019 een eenmalige dip te zien gaf.

8. Hoe was de houding van de Amerikaanse beleggers het afgelopen jaar?

De Amerikaanse beleggers hebben het afgelopen jaar een minder uitgesproken invloed gehad op de Europese beurzen dan in 2018. De Amerikaanse beurzen hebben het goed gedaan en het lijkt er op dat het in 2018 gerepatrieerde geld op de thuismarkt belegd bleef. De relatieve overwaardering van de Amerikaanse beurs is het afgelopen jaar volgens analyses nog verder toegenomen.

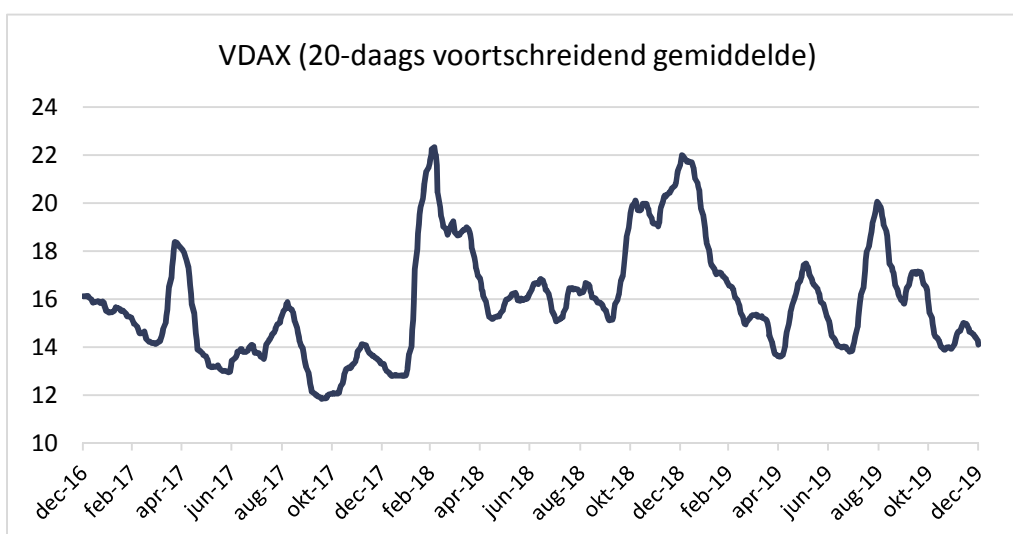
9. Zijn er speciale kansrijke sectoren of landen? Is het nu een goede tijd voor stock picking of juist niet?

Selectum belegt niet sectorgewijs en de bedrijven waarin we beleggen zijn vaak zeer internationaal. Wij hebben een voorkeur voor bedrijven met een technologische voorsprong. Hierbij hebben we weer een voorkeur voor toeleveranciers aan bedrijven boven consumentgerichte spelers. Hoe meer hun innovaties de welbekende megatrends ondersteunen, hoe aantrekkelijker bedrijven zijn. In dit kader handhaven wij onze belangstelling voor aandelen in de volle breedte van de semi-conductor industrie, maar ook in de auto-industrie. Megatrends als de steeds stringentere eisen die gesteld worden aan emissies, in combinatie met de onverminderde behoefte aan mobiliteit en het potentieel van nieuwe communicatie technologieën dwingen de automakers tot innovatie.

10. Hoe verstorend zal de politieke factor zijn?

Het lijkt onwaarschijnlijk dat de politici in 2020 niets van zich zullen laten horen en geen verbazingwekkende statements zullen afgeven. Geruststellend is dat de beurzen daar in toenemende mate immuun voor lijken te zijn. Ook politici zijn niet in staat om technologische vooruitgang tegen te houden. Sterker nog, door bijvoorbeeld strengere wetgeving op gebied van milieu, arbeidsveiligheid, mededinging en dergelijke vervullen ze soms een belangrijke en stimulerende rol. We moeten ons dus niet blindstaren op het dagelijkse politieke nieuws.

In het onderstaande plaatje is de ontwikkeling van de Duitse (implied) volatility index over de jaren 2017 tot en met 2019 is weergegeven. Het jaar 2019 verschilt niet echt van de voorgaande jaren wat betreft de “wildheid” van de koersbewegingen.



11. Hoe zijn de prestaties van het nieuwe Quality First Fund?

Dit nieuwe compartiment van het Selectum Stock Picking Fund is in oktober 2019 van start gegaan. Het bevat inmiddels 24 beleggingen in bedrijven die primair geselecteerd werden op basis van de kwaliteit van hun business model, management e.d.

Het Quality First Fund heeft tot dusverre in lijn met de markt gepresteerd en realiseerde een stijging van ca. 10% sinds de start.

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

Wat de laatste jaren opvalt, is dat de schommelingen in de gepubliceerde economische groeicijfers steeds kleiner lijken te worden. Ook schommelingen in valutakoersen en rentes zijn gevoelig afgenomen, mogelijk als gevolg van de artificieel lage rentes. In dit opzicht lijkt de wereldeconomie aan stabiliteit gewonnen te hebben. De kans op een recessie lijkt ons al met al vrij klein.

13. Bestaat er een kans op een forse koersval of zelfs een beurscrash?

Begin vorig jaar hadden we net een beurscrash achter de rug. Een verdere koersval leek op dat moment daarom uiterst onwaarschijnlijk. Hoewel we in 2019 een fikse koerswinst boekten had dit toch meer het karakter van een herstelbeweging dan van een traditionele beursrally. Het meest waarschijnlijke scenario voor 2020 lijkt ons een gematigde ontwikkeling in lijn met de kwaliteit van de bedrijfsresultaten. Wij zien die positief evolueren.

14. Hoe zullen de small caps presteren in vergelijking met de grotere aandelen?

De koersontwikkeling van small caps loopt meestal wat achter op die van de grotere aandelen. Ook zijn de bewegingen veelal groter. Dit bleek ook bij de bovengemiddelde daling van small caps eind 2018.

Sinds het laatste kwartaal van 2019 is het herstel ingetreden en is de belangstelling voor deze aandelen weer toegenomen. Vergeleken met de grotere aandelen is er bij de small caps nog sprake van enige achterstand. De verwachting dat ze het relatief goed zullen doen lijkt daarom redelijk.

15. Vormen obligaties inmiddels een alternatief?

Nee, we kunnen slechts onze opvatting van de voorgaande nieuwsbrieven herhalen. De rente in Europa is nog nauwelijks gestegen waardoor het negatieve potentieel van obligatiekoersen onverminderd groot is. De dividenden op aandelen blijven op peil (of stijgen zelfs licht) waardoor de relatieve aantrekkelijkheid van obligaties niet is toegenomen.

16. Selectum gelooft nog steeds in aandelen?

Beleggen in aandelen is niet alleen een race naar boven. We hebben het als volgt uitgerekend: in de laatste 5 jaar stond de AEX-index slechts op enkele dagen hoger dan eerder in die 5-jaars periode. Dat betekent dat in 99% van de dagen de index onder een eerder hoogtepunt stond. De huidige situatie waar we (licht) onder voorgaande toppen staan, is dus eigenlijk normaal en zeker niet verontrustend.

Aandelen stijgen vooral op langere termijn: in de afgelopen 5 jaar stond de index op ongeveer 70% van de dagen hoger dan een jaar eerder.

Daarmee is de kans dat we het niveau van begin 2018 weer halen, statistisch gezien ook heel groot.

Na de laatste aankondigingen van de banken weet de belegger op dit moment 100% zeker dat een cash-saldo op een rekening morgen lager staat, overmorgen weer lager, enzoverder. Tegen die achtergrond bieden aandelenbeleggingen betere perspectieven, mede ondersteund door de lange termijn groeiperspectieven van innovatieve bedrijven.

APPENDIX. Uit de Tijd van 18 december 2019.

F fonds
best presterende

Volg uw fonds op www.tijd.be/fondsen

De Tijd – 18 december 2019

Aandelenfondsen België

	ISIN-code	Tijd-kronen ¹	Jaarlijkse return ^{2,3}		
			1 jaar	3 jaar	5 jaar
Selectum Benelux I	LU0652589192	WW	32,27	9,68	10,35
AXA B Eq Belgium	BE0152676954	WWW	23,19	8,13	9,65
KBC Multi Tr Belgium	BE0126900241	W	18,13	5,89	6,71
Riveriz Eq Belgium A	LU1278912495	WW	18,38	5,32	8,73
NN(B) Inv Belgium	BE0124921827	W	17,05	5,11	6,51
Belf Eq B Belgium C	BE0942851115	WW	18,84	4,56	7,02
KBC Eq Belgium	BE0129009966	WW	24,19	4,19	10,29
KBC Eq Flanders	BE0164243223	WWW	25,64	3,90	10,78
ValSq Equity Belgium C	BE6285413074	-	13,84	3,51	-
DPAM Cap B Eq BE Act B	BE0944426346	W	19,19	2,36	6,11