



Amsterdam, juni 2017

Eén van de bekendste 'beurswijsheden', die met regelmaat de ronde doet, is 'Sell in May and go away, but remember, come back in September'. De spreuk ontleent zich aan het idee dat het leeuwendeel van het rendement op aandelenmarkten in de winter- en lentemaanden is te behalen. De zomermaanden zouden daarentegen veel minder opleveren.

Er is historisch gezien inderdaad een behoorlijk aantal jaren, waarin een beleggingstactiek van alleen participeren vanaf september tot en met mei, voordelig uitpakt. Helaas bestaan er ook flink wat jaren waarin dit zeer nadelig uitpakt, de resultaten zijn grillig.

Uiteindelijk heeft waar en wanneer men er verstandig aan doet te beleggen weinig tot niets van doen met welke maand of welk seizoen het is. Vanzelfsprekend niet, zouden wij haast zeggen. De uitslagen zijn per jaar en zeker per maand, dusdanig grillig, dat het niet prudent is om structureel 'seizoensmatig' te beleggen. Helaas, maar niet geheel onverwachts, geldt dit eerlijk gezegd voor alle eenvoudige 'tactieken' gebaseerd op dergelijke beurswijsheden.

Hoe dan wel?

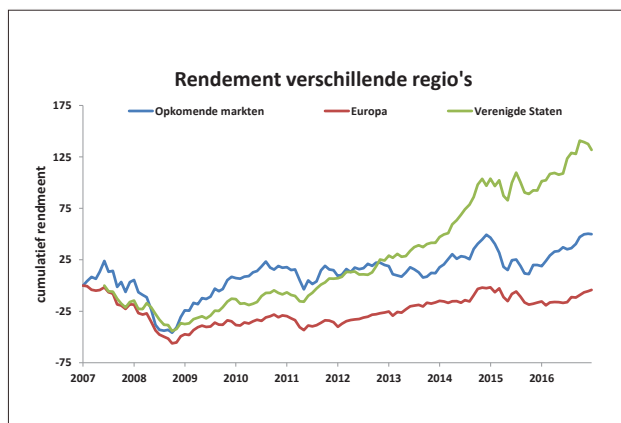
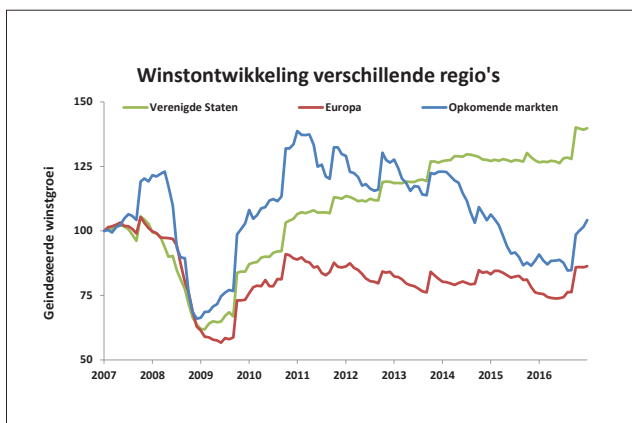
Wij denken dat succesvol beleggen in aandelen gaat over enkele essentiële fundamentele factoren die

vooral op lange termijn opgeld doen. De belangrijkste van deze factoren zijn winst(verwachtingen), groei-perspectief en wat de markt reeds aan verwachtingen heeft 'verdisconteerd' in de aandelenwaardering. Om het ingewikkeld te maken, lopen hier op korte termijn zaken doorheen die het sentiment tijdelijk heel anders kunnen kleuren, dan op basis van de lange termijn factoren verwacht zou mogen worden. Denk hierbij aan verkiezingen, natuurrampen of zelfs oorlogen. Op den duur echter, is onze overtuiging, zal de fundamentele winstontwikkeling en waardering doorslaggevend zijn. Met dit indachtig stellen wij onszelf doorlopend de vraag of en in welke mate wij kansen zien op aandelenmarkten, niet alleen in de maand mei. Desalniettemin leek het ons aardig juist in deze Strategiebrieff, geschreven met het passeren van de maand mei, stil te staan bij de vraag:

"Sell in May and go away"?

Het korte antwoord op bovenstaande vraag is: 'No, we stay, also in May'. Het langere antwoord is dat we in toenemende mate kansen zien voor aandelen in Europa en opkomende markten, terwijl Amerikaanse aandelen naar onze smaak inmiddels relatief duur zijn. De waardering van Amerikaanse aandelen is de afgelopen jaren flink opgelopen, gedreven door onder andere een hoge en superieure winstgroei. In de voorgaande editie van de Strategiebrieff stonden we al stil bij onze toenemende voorkeur voor Europese aandelen. Hier zullen we daarom vooral onze voorkeur voor opkomende markten nader voor het voetlicht brengen.



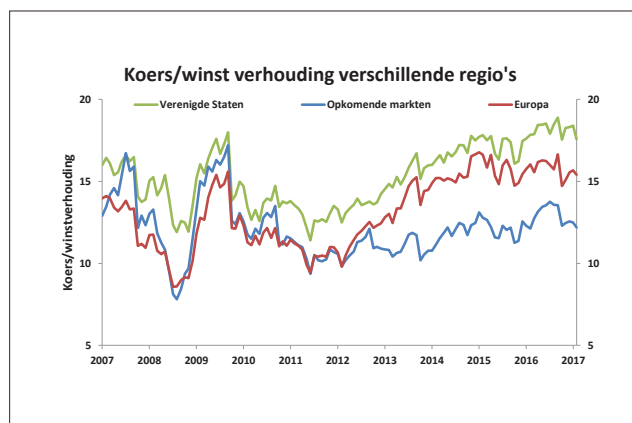


Winst en aandelenprestaties per regio

Bovenstaande grafieken illustreren twee zaken. De linker grafiek illustreert hoe de winstontwikkeling voor Amerikaanse aandelen veel beter is geweest in vergelijking met Europa en de opkomende markten. De rechter grafiek laat zien hoe dit zich heeft vertaald in aandelenrendement per regio. Amerika (groene lijn) heeft veel beter gepresteerd. Vooral Europa (rode lijn) is achtergebleven. Het continent heeft lang last gehad van de gevolgen van de schulden-crisis en de politieke onmacht om knopen door te hakken. opko-

mende markten hebben echter de grootste ‘winstkrimp’ te verdu-ren gehad, getuige de daling van de blauwe lijn vanaf 2010 in de linker grafiek.

Wat in elk geval duidelijk naar voren komt in de grafieken, is dat winst en aandelenprestaties op meerjarige termijn met elkaar sa-menhangen, zowel bij succes (Amerika) als bij teleurstelling (Euro-pa en opkomende markten).



Verwachtingen?

Bovenstaande betreft het verleden, maar wat zijn nu onze ver-wachtingen en wat verwacht ‘de markt’? Onderstaande grafiek laat zien dat beleggers vooral hoge verwachtingen hebben van de Amerikaanse markt. Dit is te zien aan de hoge koerswinstverhou-ding die men bereid is te betalen (ongeveer 18 keer de winst), een niveau dat in de afgelopen tien jaar niet werd bereikt. Impliciet zeggen beleggers dus dat het met de winstgroei in Amerika wel goed zal gaan, net zoals we in de meeste van de afgelopen jaren hebben gezien.

Beleggers zijn anderzijds minder bereid om te betalen voor opko-mende markten. Daarvoor betalen beleggers niet 18 keer, maar slechts 12 keer de winst. De winstontwikkeling in opkomende markten is dan ook jarenlang negatief geweest en historisch be-zien is deze ook grilliger. Beleggers zijn daarom terecht voorzichti-ger, eerst zien dan geloven, lijkt het adagio.

Waarom zijn wij optimistisch?

Opkomende markten zijn (historisch gezien) bewegelijker en vanuit die optiek is een lagere waardering zeker te billijken. Het verschil in waardering is momenteel echter te hoog naar onze smaak. Hier komt bij dat opkomende landen inmiddels minder kwetsbaar geworden zijn. Na jaren van prudent beleid (in de nasleep van de crisis van 2008), is de schuldenlast van overheden lager dan in de meeste westerse landen. Ook is de groeipotentie in vele opkomende landen onverminderd hoger dan in het Westen. Dit komt mede door de veel gunstigere demografische ontwikkeling. De meeste opkomende landen worden veel minder geplaagd door vergrijzing en dat maakt dat deze landen harder kunnen groeien met een beter winstperspectief.

Tot slot denken wij dat grondstoffen voor opkomende landen bovengemiddeld belangrijk zijn voor de winstontwikkeling. Onderstaande grafiek laat zien dat opkomende markten het relatief goed doen als grondstofprijzen stijgen. Grondstofprijzen zijn voorzichtig maar gestaag aan een opmars begonnen en wij denken dat dit door zal zetten. De combinatie van een gunstige demografie en stijgende grondstofprijzen maakt de relatief laag gewaardeerde opkomende landen naar ons idee een aantrekkelijke belegging.

