



TWEEDE KWARTAALVERSLAG 2020

JULI 2020

HANS BETLEM - CIO
REINDER WIETSMA - PORTFOLIO MANAGER
JOHANNES SMIT - INVESTMENT ANALYST
EDO SCHOLTS - INVESTMENT ANALYST



IBS
capital
allies

“There will be well into the millions of people who don’t get to go back to their old job. In fact, there may not be a job in that industry for them for some time.”

- Jerome Powell, June 10

Wat een kwartaal! In ons vorige kwartaalverslag schreven we nog dat de beursdaling als gevolg van het coronavirus de snelste ooit was. Nooit eerder daalde de beurs in 22 dagen tijd meer dan 30 procent. Het tweede kwartaal van 2020 was al even historisch. Alleen stegen de aandelenkoersen nu onverwacht fors.

Beide kwartalen belanden dan ook in het lijstje van de tien beste en slechtste kwartalen sinds

de Tweede Wereldoorlog. De tabel laat die twee lijstjes zien.

Wat zijn de vooruitzichten voor beleggers na dit herstel? Het coronavirus is nog lang niet uitgewoed. Want grote delen van de wereld, waaronder de VS, zitten nog midden in de eerste golf. Hierdoor komt de wereldwijde economie veel langzamer dan gehoopt weer op gang. De economische schade is nog altijd gigantisch.

BESTE EN SLECHTSTE KWARTALEN SINDE DE TWEDE WERELDOORLOG

Beste kwartalen		Slechtste kwartalen	
Mrt/75	22.95%	Sep/74	-25.16%
Mrt/87	21.35%	Dec/87	-22.53%
Dec/98	21.29%	Dec/08	-21.94%
Jun/20	20.50%	Jun/62	-20.65%
Dec/82	18.25%	Mrt/20	-19.60%
Jun/97	17.45%	Jun/70	-18.03%
Dec/85	17.20%	Sep/02	-17.28%
Sep/70	16.92%	Sep/01	-14.68%
Jun/09	15.92%	Sep/11	-13.87%
Sep/09	15.60%	Sep/90	-13.76%



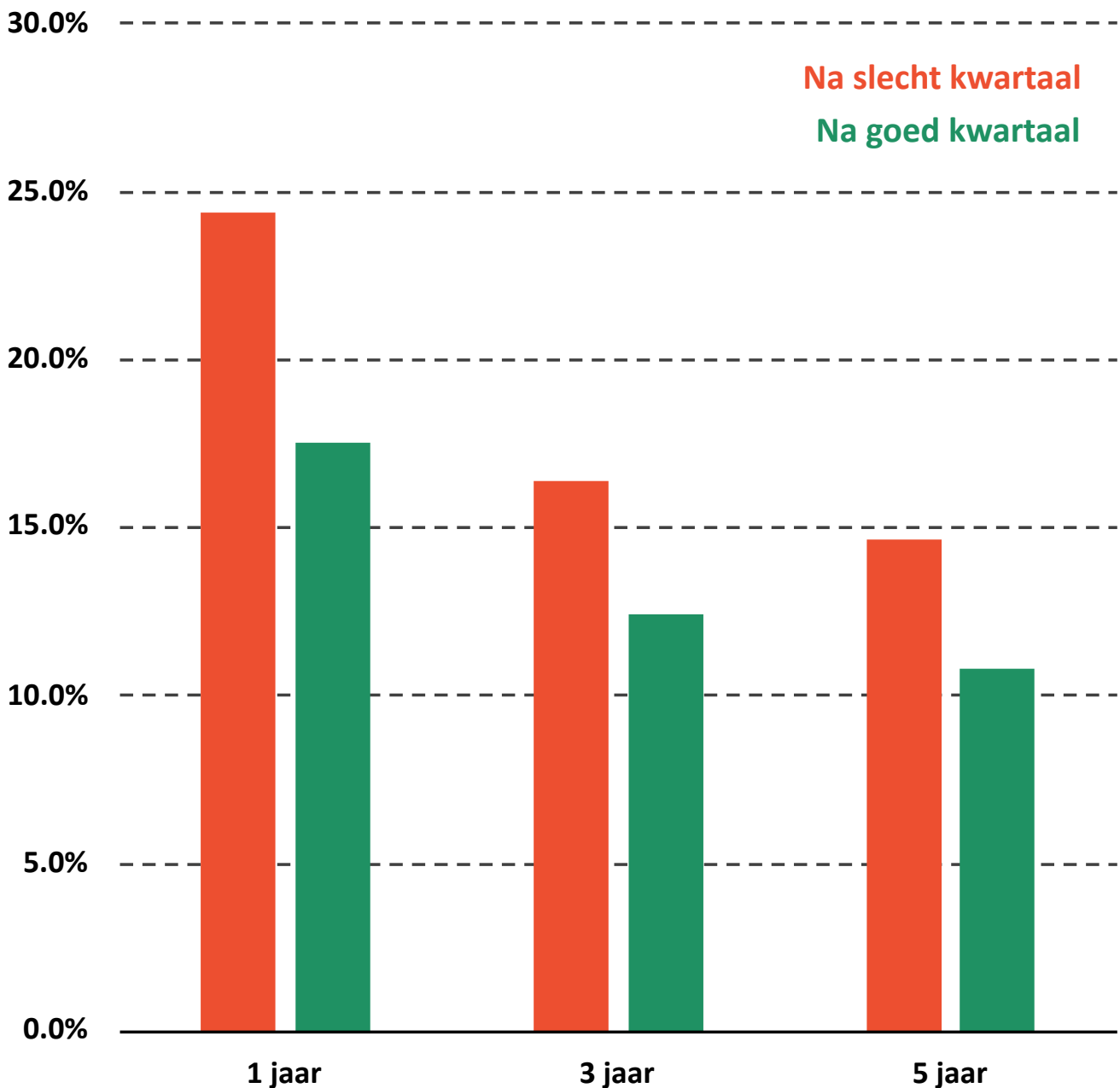
Wat zeggen de statistieken?

Nee!

Puur statistisch gezien, hoeven we ons geen zorgen te maken. Het afgelopen kwartaal bood ons een uitstekende mogelijkheid om aandelen goedkoper bij te kopen. Maar moeten we dan nu, na dat goede tweede kwartaal, weer pas op de plaats maken?

De grafiek laat zien dat ook na de beste kwartalen de beurs gemiddeld na één, drie en vijf jaar flink is doorgestegen.

JAARLIJKS RENDEMENT NA DE BESTE EN SLECHTSTE KWARTALEN (1945-2020)



Zoals de tabel laat zien, is het is nog altijd beter om na een slecht kwartaal te kopen dan na een goed kwartaal. Maar dat betekent niet dat na een

forse beursstijging onze vooruitzichten ineens slecht worden.

OVERZICHT BELEGGINGSCATEGORIEËN

Aandelen	Q2 2020	Vanaf 23 maart
MSCI Wereld	16.5%	31.7%
Eurostoxx 50	17.8%	32.2%
S&P 500	17.6%	33.2%
Nikkei 225	15.1%	31.5%
Shanghai Composite	7.4%	8.9%
MSCI Emerging Markets	15.3%	26.6%
Obligaties		
Citigroup EuroBIG Index	2.5%	2.8%
Overheidsobligaties	1.8%	2.0%
Bedrijfsobligaties	5.3%	6.1%
Inflatie-linked obligaties	6.0%	9.8%
Alternatieven		
Vastgoed (aandelen)	9.2%	28.0%
Grondstoffen	7.8%	2.4%
Emerging Market Debt	7.6%	14.4%
High Yield Debt	11.5%	20.1%
Liquiditeiten		
Euribor 3 maanden	-0.42%	
Inflatie (op jaarbasis)		
Inflatie Eurozone	0.30%	



Luisteren we ooit nog naar een voorspelling?

We vallen dit jaar van de ene verbazing in de andere. En dat is niet zo vreemd. Want als we over de toekomst nadenken, ontbreekt het ons aan voldoende verbeeldingskracht. Wie voorspelde dat we in 2020 de economie vrijwillig plat zouden leggen? Om een pandemie te stoppen.

In mei verloor de Amerikaanse economie in één maand tijd meer dan 20 miljoen banen. Dat is ongekend! Sinds de Tweede Wereldoorlog kwamen er in de VS gemiddeld 123 duizend banen per maand bij. Met een standaardafwijking van 212 duizend banen.

Dat betekent dat in twee van de drie maanden het aantal nieuwe banen in de VS schommelde tussen een toename van 335 duizend (123 + 212) en een afname van 89 duizend (123-212).

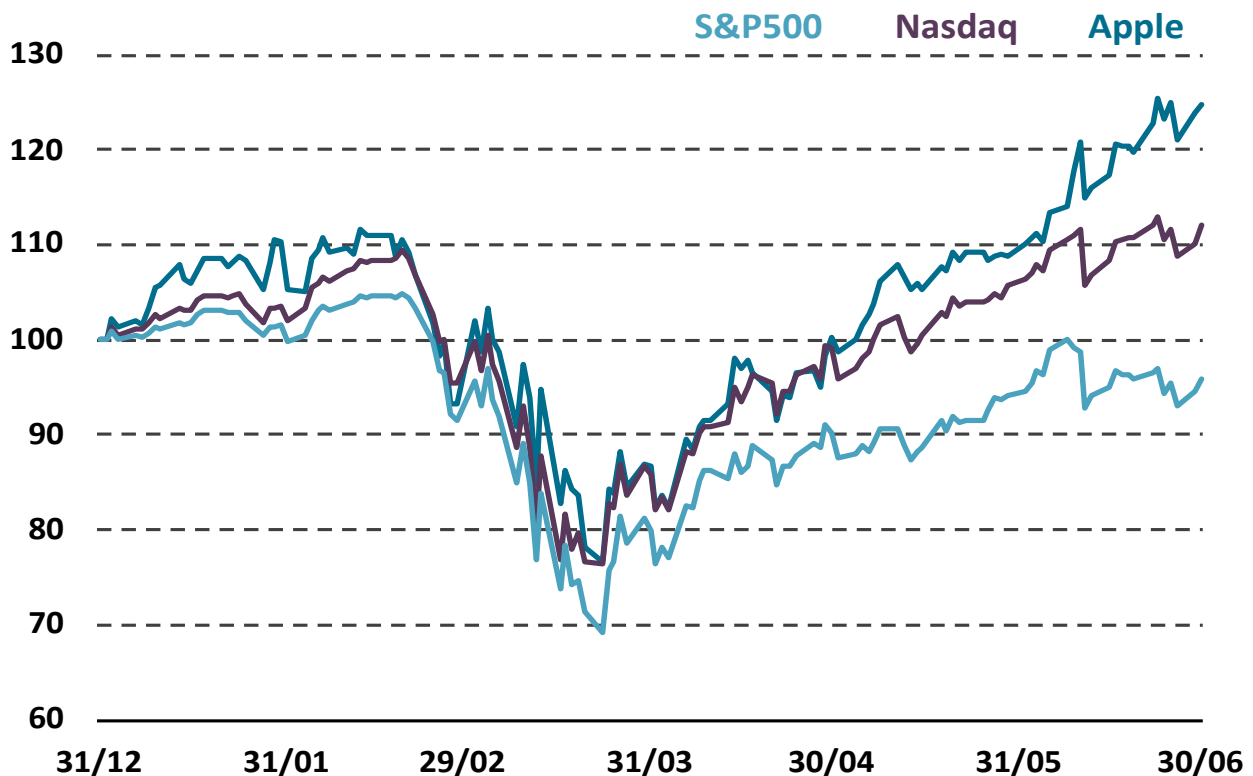
Zonder nu in de statistische details te gaan, is een verlies van meer dan 20 miljoen banen in één maand tijd, het equivalent van een man met een lengte van elf en een halve meter.

Onmogelijk! Maar toch gebeurde het.

Daalde de beurs als gevolg van deze verschrikkelijke economische cijfers met 80 procent? Net als in de Grote Depressie van de jaren 30?

Welnee. In plaats daarvan gebeurde dit:

WOW!



De Amerikaanse Standard & Poor 500 index bevond zich aan het eind van het tweede kwartaal nog slechts vier procent onder het niveau van 31 december 2019. En de NASDAQ en Apple? Die staan alweer op een nieuw record. Het aandeel Apple is dit jaar zelfs al 25 procent meer waard geworden.

Onmogelijk! Maar toch gebeurde het.

De Britse actrice Audrey Hepburn snapte wel dat het onmogelijke mogelijk is. Zij vertelde ooit aan iedereen die wilde luisteren dat:

“Nothing is impossible. The word itself says I’m possible!”

Nemen we ooit nog genoeg met een recessie?

Het dieptepunt van de beurzen in maart 2009, middenin de grote financiële crisis, was achteraf heel goed te verklaren. Het was de maand waarin beleggers het vertrouwen kregen dat de autoriteiten geen enkele bank meer zouden laten vallen.

En herinnert u zich de gevleugelde woorden van Mario Draghi nog? Hij maakte op 26 juli eigenhandig een einde aan de Eurozone crisis toen hij zei:

*“Within our mandate, the ECB is ready to do **whatever it takes** to preserve the euro. And believe me, it will be enough.”*

En op 23 maart 2020 legde de Amerikaanse Fed de volgende verklaring af:

“The Federal Reserve is committed to using its full range of tools to support households, businesses, and the U.S. economy overall in this challenging time.”

En op 26 maart 2020 voegde de voorzitter van de Fed, Jerome Powell hier nog eens aan toe dat:

“We’re not going to run out of ammunition.”

Ziet u het patroon ook?

Nemen we ooit nog genoeg met een recessie?

Centrale banken die biljoenen uitgeven aan het opkopen van staatsleningen, bedrijfsleningen en junk bonds...

Overheden die een groot deel van de lonen van werknemers overnemen...

Of, zoals in de VS, die iedereen een stimulus check opstuurt...

De bailouts van de luchtvaartmaatschappijen...

We weten nu allemaal waartoe de politici in staat zijn als de economie in het slop raakt. Dus wanneer de volgende recessie uitbreekt, eisen we



hetzelfde recept. En welke politicus durft daar in de toekomst nog nee tegen te zeggen? Vooral als mensen hun baan dreigen te verliezen.

En dat nieuwe vangnet zal betekenen dat bedrijven, bankiers en beleggers in de toekomst meer risico zullen nemen. Want “de overheid redt ons toch wel.”

Lawine expert Jill Fredstone weet daar alles van toen ze schreef dat:

“Better safety gear can entice climbers to take more risk – making them in fact less safe.”

Zijn aandelen duur?

Vergeleken met wat?

Het herstel van de markten is grotendeels te danken aan het explosieve herstel van kwalitatief goede ondernemingen. Wij hebben hier het afgelopen kwartaal twee keer over geschreven.

[Hier](#) en [hier](#).

Veel ondernemingen hebben weinig of geen last van de coronacrisis. Of profiteren er zelfs van.

Zij hebben een sterke competitieve positie, weinig schulden, veel cash en vaak terugkerende inkom-

sten. De financiële markten zijn efficiënt. Dus na de eerste paniekaanval herstelden de aandelenkoersen van deze bedrijven snel.

Amazon, Apple, Google, Facebook en Microsoft maken alleen al 22 procent uit van de S&P 500 index.

Deze bedrijven staan vaak al weer fors hoger dan aan het begin van dit jaar. Dat komt omdat veel digitale trends door het coronavirus zijn versneld.

Maar veel analisten die aandelen duur vinden, onderschatten de invloed van de gedaalde rente.

Want heeft u liever

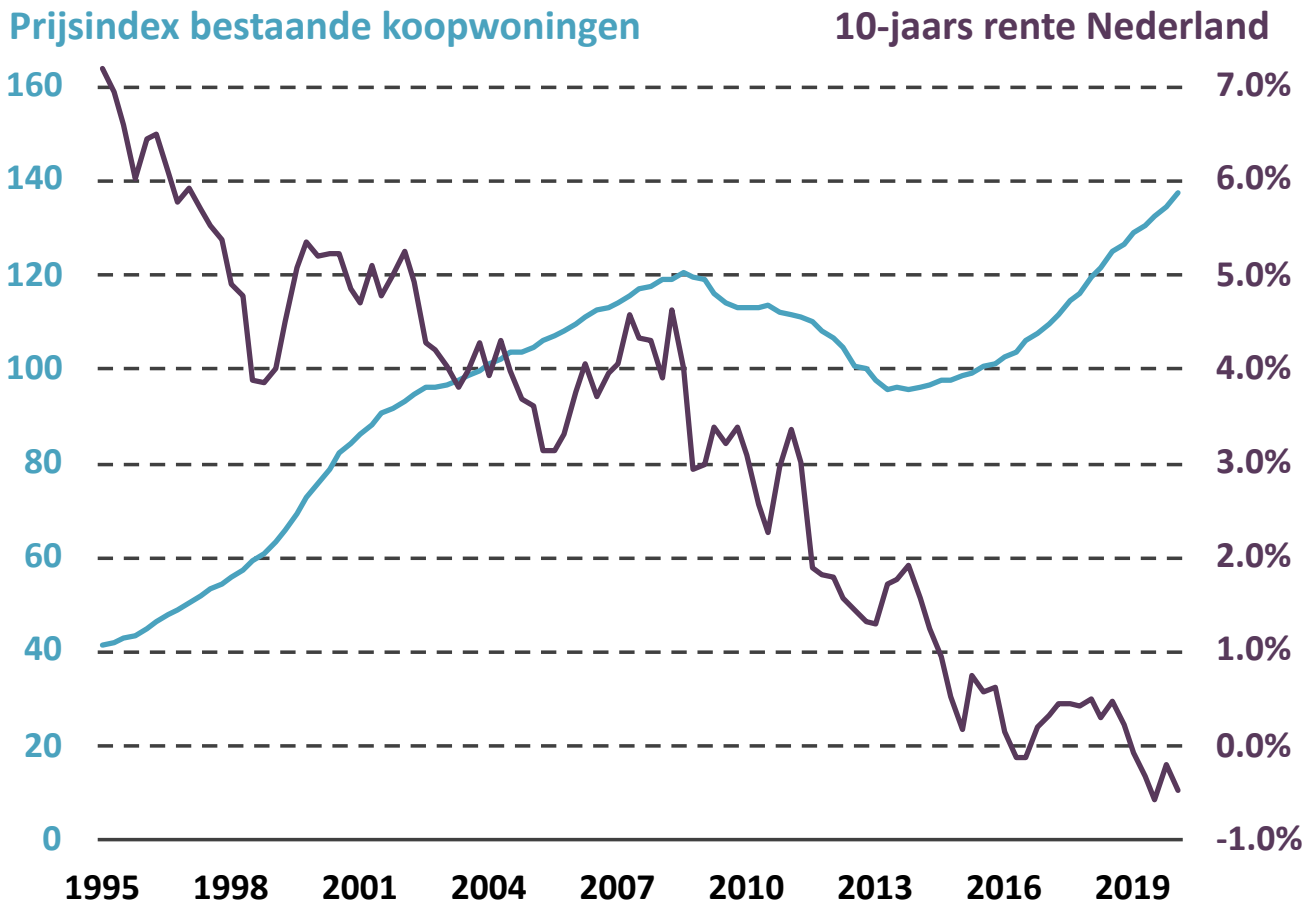
1. een perpetuele lening van 100.000 tegen een rentepercentage van vijf procent, of
2. een perpetuele lening van 500.000 tegen een rentepercentage van één procent?

Als het goed is, maakt het u niets uit.

Het zal u dan ook niet verbazen dat de lagere rente heeft gezorgd voor stijgende huizenprijzen.

Een recent rapport¹ van De Nederlandsche Bank bevestigde dit.





Ook obligatieprijzen stijgen als de rente daalt. Een staatslening met een looptijd van 10 jaar en een coupon van twee procent, stijgt met ruim achtenhalf procent in waarde als de rente na een jaar met een procent is gedaald.

En ook aandelenkoersen profiteren van een dalende rente. Want de intrinsieke waarde van een onderneming is gelijk aan de contante waarde van de toekomstige kasstromen.

Stel we nemen een onderneming waarvan we verwachten dat ze dertig jaar lang 10 miljoen euro aan cash genereert. Bij een rente van vijf procent

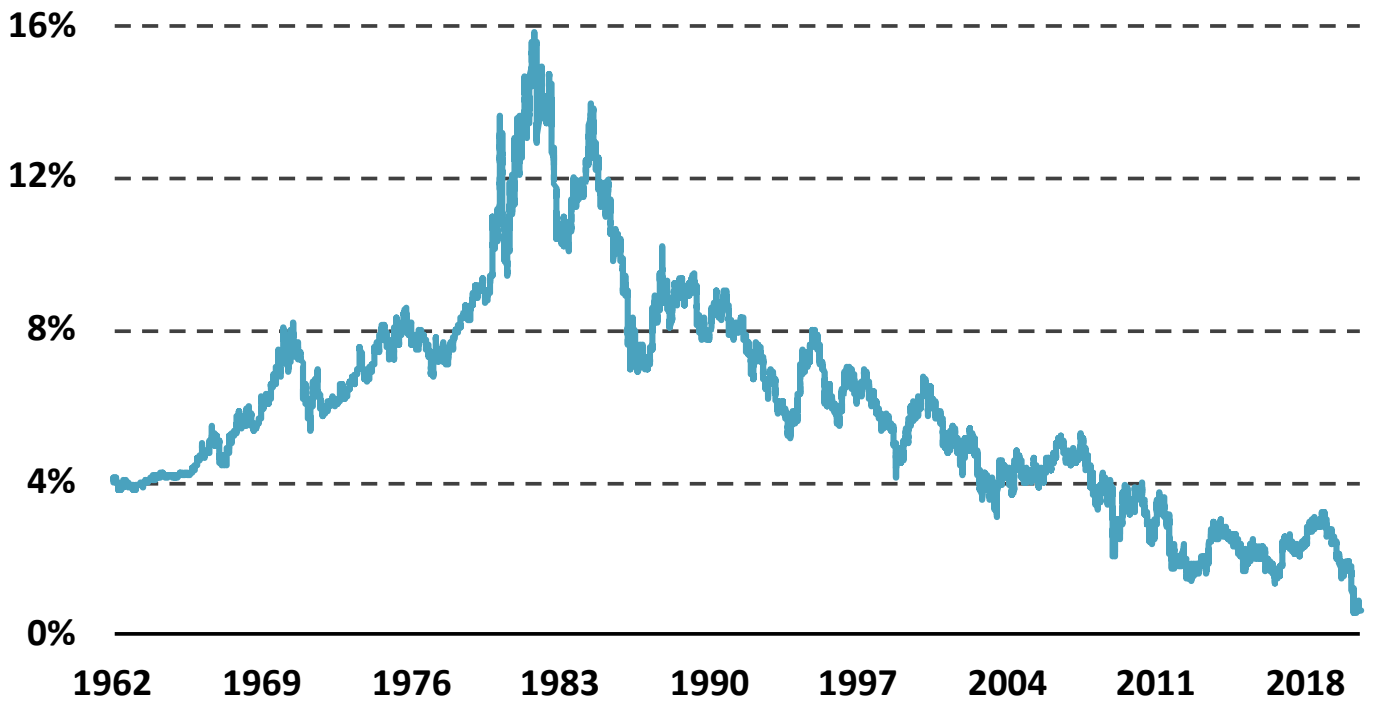
zijn die 300 miljoen euro aan toekomstige kasstromen nu ruim 153 miljoen euro waard.

Als de rente naar een procent daalt stijgt de huidige waarde van die 300 miljoen aan toekomstige kasstromen naar ruim 258 miljoen euro. Dus een daling van de rente van vijf naar één procent zorgt ervoor dat de toekomstige kasstromen van onze onderneming ruim 68 procent meer waard worden.

Laten we Microsoft een als voorbeeld nemen. Want ook de Amerikaanse rente is gedaald. Recentelijk zelfs nog met anderhalf procent.



RENTE AMERIKAANSE 10-JAARS STAATSLENING



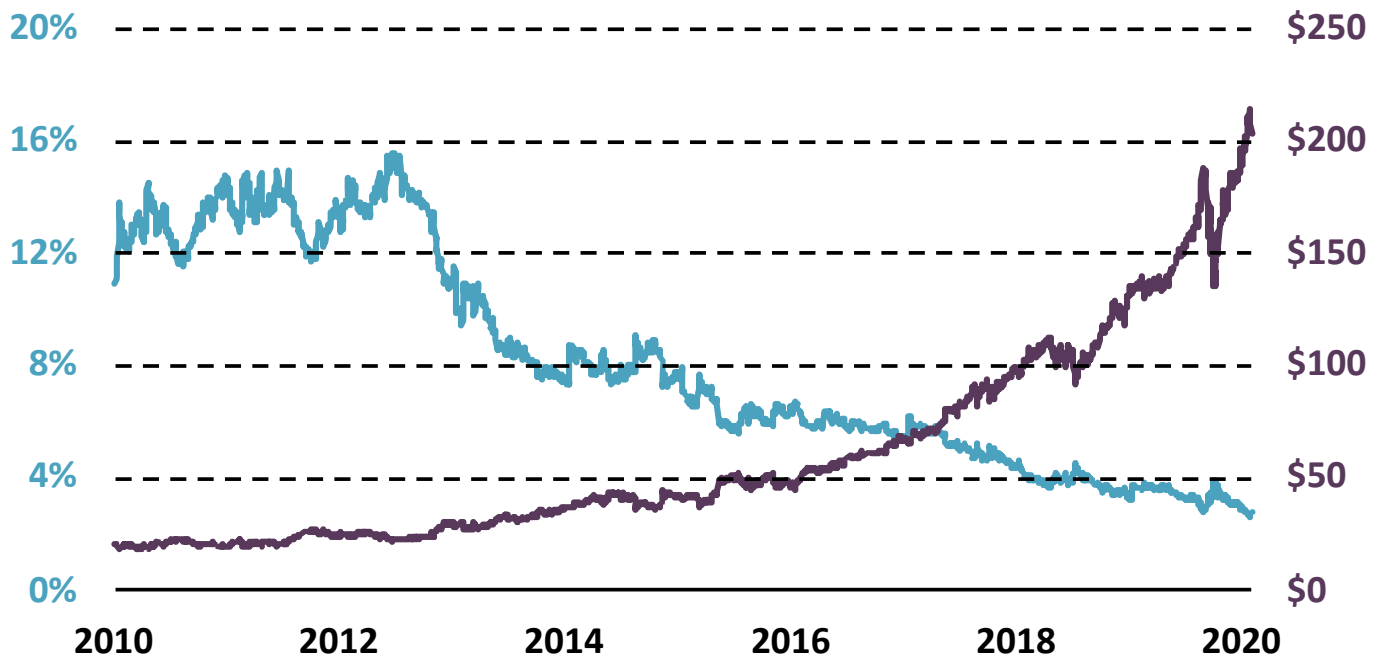
De dalende rente was deels verantwoordelijk voor de gestegen waardering van het aandeel Microsoft. We hebben waardering hier afgebeeld als vrije kasstromenⁱⁱ per aandeel gedeeld door de

koers van het aandeel zelf (free cashflow yield). Sinds 2012 is de free cashflow yield van Microsoft gedaald van 15 procent naar drie procent. En is het aandeel fors in koers opgelopen.

MICROSOFT

FCF Yield Microsoft

Share Price Microsoft



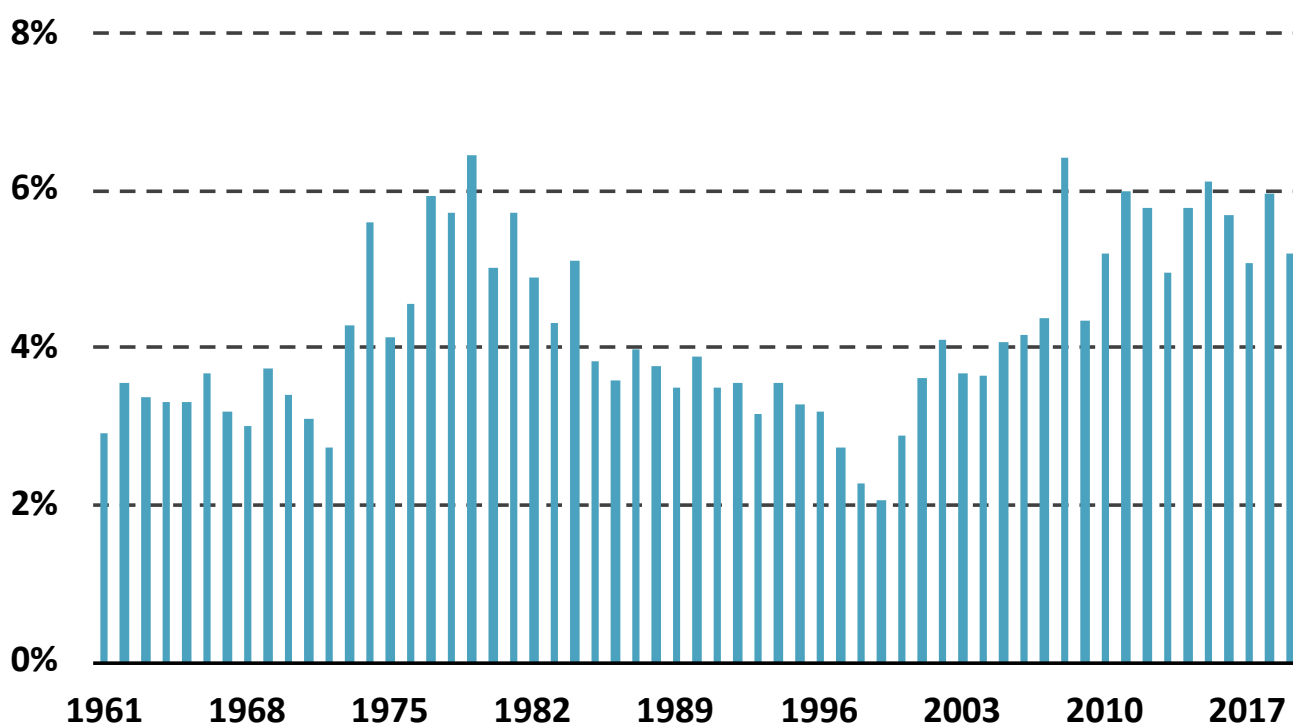
Is die waardering excessief? En is de koers van Microsoft een zeepbel? Het lijkt er niet op. Want Microsoft is een kwalitatief goede onderneming met een heel sterk competitief voordeel, hoge marges, weinig schuld en voldoende cash op de balans. De toekomstige kasstromen van Microsoft zijn dus hartstikke voorspelbaar.

Als we eens wat breder kijken en de Amerikaanse beurs onder de loep nemen, worden we ook niet

onrustig. Het verwachte rendement op aandelen is gelijk aan de optelsom van het rendement op veilige staatsleningen en de Equity Risk Premiumⁱⁱⁱ.

Die Equity Risk Premium (ERP) is simpelweg de vergoeding die we krijgen voor het extra risico dat we lopen op aandelen in vergelijking met veilige staatsleningen. Het historische verloop van die Equity Risk Premium ziet er als volgt uit:

EQUITY RISK PREMIUM



Zoals u in de grafiek kunt zien is de Equity Risk Premium al jaren redelijk stabiel. En dat kunnen we niet rijmen met een speculatieve zeepbel. Want dan zou deze Equity Risk Premium fors gedaald moeten zijn.

Waarom?

Omdat een lage Equity Risk Premium betekent dat beleggers het risico van aandelenbeleggingen niet meer serieus nemen. Kijk maar eens naar het begin van de jaren 70 en het eind van de jaren 90. Beide perioden werden gekenmerkt door zeer speculatief gedrag. De Nifty-Fifty in de jaren 70 en de Dot Com zeepbel in de jaren negentig.



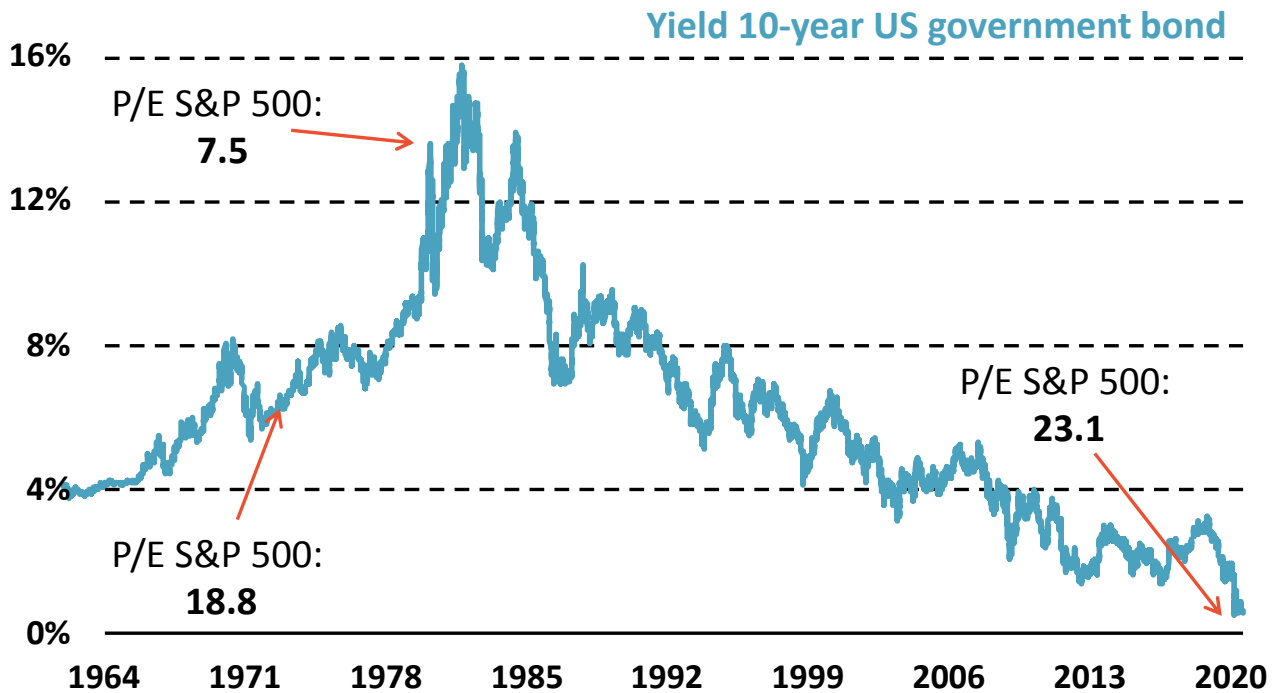
Waar worden we wel onrustig van?

Van een forse stijging van de inflatie en de rente. Want dan dalen de huizenprijzen en de koersen van aandelen en obligaties. Het wordt dan

duurder om geld te lenen. Bovendien worden de toekomstige kasstromen van obligaties en ondernemingen minder waard.

Kijk maar eens naar de volgende grafiek:

WAARDERING EN RENTE



De rentestijging in de jaren 70 van de vorige eeuw zorgde ervoor dat de koers-winstverhouding van de S&P 500 index daalde van 18,8 naar 7,5. De daaropvolgende rentedaling zorgde er op haar beurt weer voor dat de koers-winstverhouding nu op ruim 23 staat.

Zijn we bang voor een opleving van de inflatie en dus een forse rentestijging?

Wereldwijd drukken de overheden immers grote hoeveelheden geld om de coronacrisis het hoofd te bieden. Monetaire financiering heet dat. Veel

klassiek geschoolde economen en goudverkopers waarschuwen ons dan voor het naderende hyperinflatiespook.

Net als in 2009. Toen kregen we de verwachte inflatie niet.

En nu is het ook niet waarschijnlijk.

Ten eerste vergrijsst de bevolking. Volgens het CPB groeit daarom in Nederland vanaf 2022 de koopkracht niet meer.



Ten tweede, is de technologische vooruitgang een sterk deflatoire trend.

Ten derde is de coronacrisis verantwoordelijk voor een forse toename van het aantal werklozen. Hierdoor kan de economie voorlopig niet haar volle potentieel benutten.

En tenslotte zijn als gevolg van de rentedaling van de afgelopen decennia de schulden gigantisch toegenomen. Een stijgende rente zou veel van die schulden onbetaalbaar maken. Faillissementen zijn dan het gevolg. En die faillissementen zorgen er op hun beurt weer voor dat veel assets gedwongen verkocht moeten worden. Tegen bodemprijzen. En dat zet weer een nieuwe ronde faillissementen in gang. Enzovoorts.

Wij denken niet dat de beleidsmakers hierop zitten te wachten. Want dan zijn hun maatregelen om de economieën te redden tijdens de coronacrisis helemaal voor niets geweest.

Onze positionering

Wij hebben een **neutrale positie** in aandelen.

Wij beleggen in een dertigtal **duurzame** en **kwalitatief** goede ondernemingen.

Deze ondernemingen zijn in staat om op de lange termijn waarde te creëren en hebben onder meer de volgende kenmerken:

- Een competitief voordeel.
- Een hoog rendement op het geïnvesteerde kapitaal en een hoge cashflow conversie.
- Een aantrekkelijk lange termijn groeipotentieel in de eindmarkt. En die groei moet winstgevend zijn.
- Managers die blijven investeren in de competitieve positie van de onderneming. En gelijke belangen hebben met die van de aandeelhouders en de andere stakeholders.
- Een solide balans: weinig tot geen schuld en een positieve cash balans.

Wij stellen ons op als langetermijnaandeelhouders. En streven naar een lage turnover in de portefeuille.

Wij hebben tevens een **neutrale positie** in obligaties.

Wij beleggen in staatsleningen van de landen uit de Eurozone. Tevens hebben wij een positie in het Kempen Euro Sustainable Credit Fund.

Wij hebben momenteel **geen positie** in alternatieven.

I. DNBulletin: Huizenprijs hangt meer samen met financieringsruimte koper dan met woningtekort, 16 juli 2020.
II. Een vrije kasstroom is de cash die overblijft nadat de onderneming de noodzakelijke investeringen heeft gedaan.
III. Wij hebben de ERP overgenomen van de website van professor Aswath Damodaran, http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/histimpl.html



CONTACTGEGEVENS

Wilt u meer weten of proactief op de hoogte gehouden worden? Laat het ons gerust weten:



[De Cuserstraat 87](#)
[1081 CN Amsterdam](#)



[+ 31 20 51 41 780](#)



info@ibsc.nl



www.ibsc.nl

Op onze website publiceren wij regelmatig over onze strategie en onze kijk op de ontwikkelingen in de markt.

Volg ons



www.linkedin.com/company/ibs-capital-management



[@IBSAmsterdam](https://twitter.com/IBSAmsterdam)



[Schrijf u in op onze nieuwsbrief IBS Updates](#)

Deze uitgave en de daarin vermelde informatie is eigendom van IBS Asset Management BV, tenzij anders aangegeven. Alle informatie die door IBS Asset Management BV in deze uitgave wordt verstrekt, is voor algemene en niet gepersonaliseerde informatiedoeleinden, en kan niet worden gezien als een aanbod of een uitnodiging tot het afnemen van producten en/of diensten en kan ook niet worden beschouwd als enige vorm van financiële dienstverlening. De informatie is uitsluitend bedoeld voor Nederlands ingezetenen. Nederlands recht is van toepassing op deze uitgave. Niets uit deze uitgave mag zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van IBS Asset Management BV openbaar worden gemaakt, gekopieerd of gepubliceerd. Verwijzingen naar deze uitgave dienen voorzien te zijn van een duidelijke bronvermelding.

