



## Ontwikkelingen in Q4 2016

*Een groot deel van de stijging van de Amerikaanse beurs in 2016 kwam tegen de verwachting in tot stand nadat Trump de verkiezingen won*

De wereldwijde aandelenmarkten kenden in 2016 de slechtste start van een beursjaar ooit. Daarnaast besloot het Verenigd Koninkrijk de Europese Unie te verlaten, won Trump de Amerikaanse verkiezingen en trad in Italië premier Renzi af als gevolg van een verloren referendum. Uiteindelijk sloten veel financiële markten het jaar toch positief af. Het afgelopen jaar was daarmee een jaar waarin vrijwel alles anders verliep dan vooraf verondersteld. Dat gold niet alleen voor de keuzes van het electoraat in diverse landen, maar ook voor de daarop volgende reacties van de financiële markten.

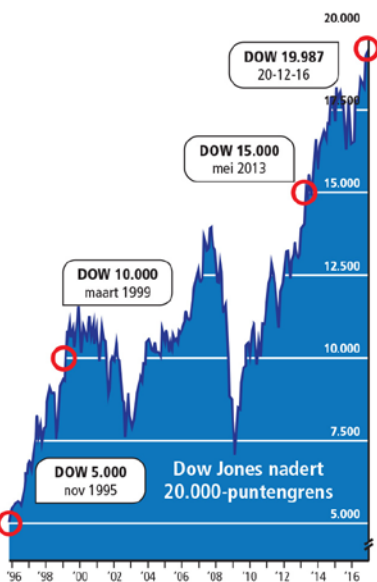
Nadat de MSCI Wereld Index halverwege februari nog op een verlies van 15% stond, eindigde de index het jaar toch met een positief resultaat van ruim 9%. De Amerikaanse beurs die 55% van deze index vertegenwoordigt, was mede door een sterke dollar voor 75% verantwoordelijk voor deze stijging. Ondanks het feit dat de waardering van Europese aandelen al lange tijd veel aantrekkelijker lijkt dan die van de meeste Amerikaanse aandelen, bleven de Europese beurzen ook dit jaar weer achter bij Amerika. Alhoewel de MSCI Europe Index haar tussentijdse verlies van 17% bijna wist goed te maken, sloot de index het jaar af met een verlies van 0,5%. De MSCI Emerging Markets Index deed het goed met een winst van 12%.

Hernieuwde angst voor een wereldwijde recessie en het voortdurende ruime monetaire beleid van de Europese centrale bank leidden tot een nog verdere daling van de rente. Op het dieptepunt bedroeg het effectieve rendement van een 10-jarige Duitse staatslening -0,2%. De obligatiemarkt draaide echter scherp toen Donald Trump onverwacht de Amerikaanse verkiezingen won en de OPEC niet veel later een akkoord bereikte over een beperking van de olieproductie. Angst voor oplopende inflatie zorgde ervoor dat de Amerikaanse kapitaalmarktrente in korte tijd met meer dan 60% steeg en deed ook de Europese kapitaalmarktrente oplopen. Als gevolg hiervan leverde de Europese obligatie-index in korte tijd meer dan 50% van zijn koerswinst in. Alhoewel de rente in de laatste twee weken van het jaar weer wat daalde en de Index het jaar afsloot met een rendement van ruim 3%, blijkt maar weer dat obligaties bij deze lage rentestanden extreem kwetsbaar zijn voor het oplopen van de rente.

De door Philipse & Co beheerde portefeuilles hebben het jaar 2016 weliswaar veelal positief afgesloten, maar de prestaties van de zakelijke waarden vielen tegen. De teleurstellende resultaten in dit deel van de portefeuille werden voor een belangrijk deel veroorzaakt door onze voorzichtige houding in het algemeen en de matige prestaties van de long-short managers dit jaar in het bijzonder.

Alhoewel de analyses van deze managers over het algemeen goed waren, reageerden met name hun short posities anders dan verwacht. Bedrijven waarvan zij de slechte resultaten vaak correct voorspelden, werden niet of onvoldoende afgestraft door de markt. Een verklaring hiervoor is de extreem lage rente. Beleggers lijken teleurstellende bedrijfsresultaten (tijdelijk) te accepteren omdat er simpelweg weinig beleggingsalternatieven voor handen zijn. Naast de tegenvallende resultaten van de long-short managers bleek de relatieve onderweging van Amerikaanse aandelen in onze portefeuilles een minder goede keuze.

De vastrentende waarden in de portefeuilles kenden een moeizaam begin maar eindigden het jaar sterk. Onder andere de relatief hoge couponrente die de door ons geselecteerde fondsen gedurende het jaar ontvingen, maakte een deel van de aanvankelijke achterstand goed. De rentestijging gedurende het laatste kwartaal zorgde ervoor dat het vastrentende deel van de portefeuille uiteindelijk beter presteerde dan het marktgemiddelde. De door ons geselecteerde managers hadden nauwelijks last van de recente rentestijging en sommigen wisten er zelfs van te profiteren.



*Mede geholpen door extreme maatregelen van de centrale bank is de Amerikaanse beurs sinds 2009 bijna verdrievoudigd*

*Het stimuleringsbeleid van centrale banken heeft de koersen van veel beleggingen doen stijgen en de volatiliteit sterk verminderd...*

*... en hedgefondsen profiteren daar relatief weinig van*

*Vastrentende waarden deden  
het goed terwijl de rente  
juist opliep*

*Aandelen hebben nog steeds  
opwaarts potentieel maar de  
rendementen zullen gematigd  
zijn omdat de verwachte  
verbetering van de economie al  
ten dele is ingeprijsd*

*Alternatieve beleggingen of  
hedgefondsen pogen  
rendementen te realiseren  
die niet gecorreleerd zijn met  
die van traditionele beleggingen*

*Hedgefondsen bestaan sinds  
de jaren veertig van de vorige  
eeuw. Aanvankelijk waren zij  
er vooral op gericht om het  
beleggingsrisico zo veel mogelijk  
af te dekken (to 'hedge')*

*Omdat periodes van stijgende  
aandelen- en obligatiekoersen  
zich vooraf niet laten  
voorspellen, blijft enige vorm  
van bescherming nodig...*

*...juist om tijden van stress goed  
door te komen en niet af te  
hoeven wijken van de lange  
termijn beleggingsstrategie*

Terwijl de vastrentende waarden in onze portefeuilles van eind maart tot en met eind december met ruim 8% opliepen, bleef de obligatie-index in deze periode per saldo onveranderd.

In 2017 zal duidelijker worden welke implicaties de Brexit heeft voor het Verenigd Koninkrijk en de rest van Europa, maar positief zal het waarschijnlijk niet zijn. Tevens zal moeten blijken in welke mate de tot dusverre uiterst onvoorspelbare Trump zijn beleidsvoornemens zal kunnen doorvoeren. Zijn plannen zullen de economische groei in de VS wel een (tijdelijke) impuls geven, maar de huidige krapte op de arbeidsmarkt en de voorgenomen protectionistische maatregelen zullen mogelijk ook leiden tot een oplopende inflatie en rente. In Europa hebben we bovendien een volle verkiezingsagenda waarvan de uitslagen zich moeilijk laten voorspellen. Alhoewel het er op korte termijn best goed uitziet, blijven wij een relatief voorzichtig beleid voeren waarbij neerwaartse bescherming een duidelijk onderdeel blijft van het beleid.

## Alternatives

De term alternatives of hedgefondsen verwijst niet naar één specifieke beleggingscategorie zoals aandelen of obligaties of naar een specifieke beleggingsstrategie, maar is een verzamelnaam voor een breed scala aan alternatieve beleggingsstrategieën. Dergelijke strategieën trachten veelal een positief rendement te realiseren, onafhankelijk van de richting van de beurs. Een van de verschillen tussen een hedgefonds en een klassiek beleggingsfonds is dat een hedgefonds van veel meer beleggingsinstrumenten en handelstechnieken gebruik kan maken. Zo kunnen derivaten worden gebruikt ter bescherming van het rendement of kunnen aandelen worden verkocht om ook te profiteren van dalende aandelenkoersen. Bij deze zogenaamde long-short strategie worden dusdanige posities ingenomen, dat er per saldo minder of geen blootstelling naar de markt is.

Waar in het verleden veelal met bewondering werd gekeken naar hedgefondsen, is die houding de laatste jaren omgeslagen in meer scepsis. Gedurende de kredietcrisis en in de nasleep van het faillissement van Lehman Brothers in 2008 werd een aantal hedgefondsen hard getroffen door de hefboomwerking van de hoge schuldniveaus in de sector. De laatste jaren is de sector echter flink veranderd en wordt meer nadruk gelegd op risicomangement en liquiditeit van het fonds. Veel beleggers kiezen niet langer voor hedgefondsen om te profiteren van bovengemiddelde rendementen maar juist om een betere diversificatie aan te brengen en daarmee beschermd te zijn tegen grote waardedalingen. Bepaalde hedgefondsen zijn aanzienlijk minder volatiel en correleren niet of nauwelijks met de markt. Hiermee dragen ze bij aan het verbeteren van het risico/rendementsprofiel van de gehele portefeuille. Juist nu, in een omgeving waar zowel aandelen als obligaties duur zijn, het steeds moeilijker wordt goede rendementen te behalen in traditionele beleggingen.

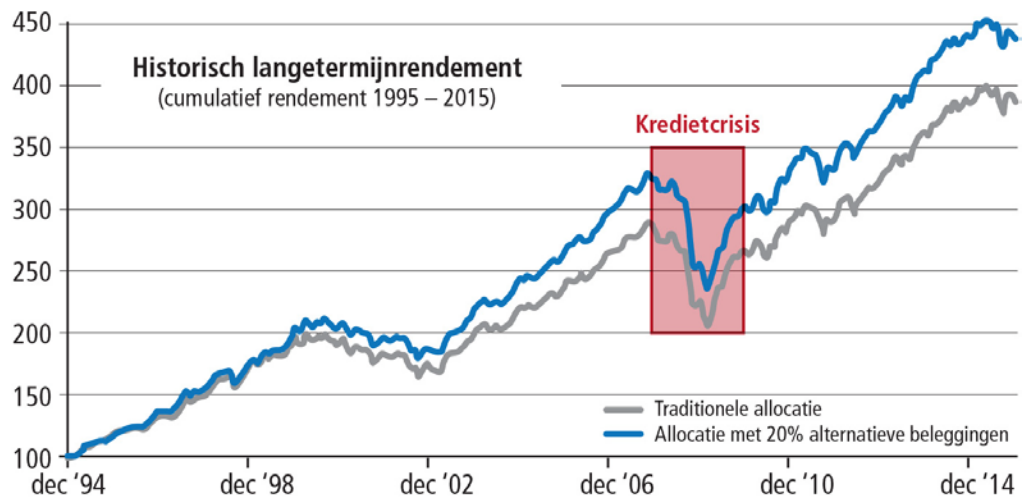
In een wereld van mogelijk langdurig lage rentes of van mogelijk stijgende rentes zijn alternatieve beleggingen een belangrijk onderdeel geworden van een goed gespreide portefeuille. Het toevoegen van alternatives aan een portefeuille leidt tot betere risico/rendementsverhoudingen dan een conventionele mix van obligaties en aandelen. Ook al nemen in tijden van stress de correlaties tussen beleggingscategorieën tijdelijk toe, toch laten de meeste alternatives aanzienlijk lagere dalingen zien of weten zelfs winst te boeken. Een recent voorbeeld was de sterke daling van aandelen in 2015. De Europese beurs daalde tussen april en oktober circa 20% terwijl de door ons geselecteerde long short managers gemiddeld 3% stegen.

*Indexbeleggen levert dit jaar betere resultaten op dan actief gemanagede portefeuilles waar rente- en marktrisico's worden verlaagd*

Door de solide performance die zowel aandelen als obligaties in de afgelopen jaren lieten zien, was het moeilijk om het rendement van een portefeuille, die simpelweg voor 50% uit aandelen en 50% uit obligaties bestond, te verslaan. Indien wij vooraf zeker zouden zijn van verder oplopende aandelenkoersen en dalende rentes zouden we alternatieve beleggingen en andere vormen van bescherming achterwege hebben gelaten.

Toch willen we benadrukken dat een vergelijking op basis van de ervaringen in recente jaren een onvolledig beeld geeft van de toegevoegde waarde van alternatives in een beleggingsportefeuille. Sinds de jaren '90 laat een goed gespreide portefeuille met toevoeging van 20% alternatives hogere rendementen zien dan een traditionele portefeuille, terwijl het risico bovendien lager is. Met name vóór de kredietcrisis was die outperformance significant. De structurele wijzigingen in de hedgefondside industrie na de kredietcrisis heeft tot lagere rendementen, maar ook lagere risico's geleid. Na 2009 is er geen sprake meer geweest van een duidelijke outperformance ten opzichte van de index. Hierbij moet worden opgemerkt dat met name de Amerikaanse beurs een bijna onafgebroken en uitzonderlijke sterke rally heeft laten zien met vanaf het dieptepunt in 2009 een rendement in euro's van 300%. Het rendement van een portefeuille inclusief alternatives afgezet tegen het gelopen risico is ook na 2009 gunstiger gebleken.

*Toevoeging van alternatives aan een portefeuille verbeterde het risico/rendementsprofiel ondanks de slechte periode die hedgefondsen gedurende de kredietcrisis doormaakten*



*De afbeelding toont het verschil van een portefeuille met en zonder toevoeging van 20% alternatives. De alternatives uit dit onderzoek bestaan voor 50% uit hedgefondsen, 25% private equity en voor 12,5% uit zowel grondstoffen als onroerend goed. Het gehele onderzoeksrapport (Credit Suisse, augustus 2016) is op verzoek beschikbaar.*

*Onderdeel van het beleggingsbeleid is om de portefeuille deels te blijven beschermen tegen stress op de markten...*

De jaren na de kredietcrisis kenmerken zich door uitzonderlijke omstandigheden op de beurs waarbij extreme maatregelen zijn genomen om de economie te laten herstellen en ineenstorting van de beurzen te voorkomen. Deze artificiële situatie moet uiteindelijk weer normaliseren. Hoe dat zal verlopen is, naast de wereldwijde politieke risico's, erg ongewis. Wij denken dat alternatieve beleggingen daarom de komende jaren toegevoegde waarde zullen blijven leveren. Interessante bijkomstigheid is dat dergelijke beleggingen met name in periodes van stress, stijgende rentes en hoge inflatie relatief goed presteren.

*...ook al is dat per saldo, mede als gevolg van het artificieel ondersteunende beleid van de centrale banken, de afgelopen jaren nauwelijks nodig gebleken*

Philipse & Co belegt in hedgefondsen om de risico- en rendementskarakteristieken van de portefeuille te verbeteren. Bij de selectie van deze fondsen letten wij sterk op de liquiditeit van het fonds zelf, alsmede op de liquiditeit van de onderliggende beleggingen. Daarnaast moeten de kosten van dergelijke fondsen opwegen tegen de waarde die zij kunnen toevoegen. Bij de selectie van deze beleggingscategorie spelen naast de rendementen ook de transparantie en diversificatiekarakteristieken een grote rol bij de beoordeling.