



## Ontwikkelingen in (Q4) 2017

De wereldwijde economie kende in 2017 zijn beste jaar sinds de recessie van 2008/2009. Een combinatie van synchrone economische groei in bijna alle delen van de wereld, stijgende olie- en grondstoffenprijzen en de lage rente-omgeving, stuwden het momentum van de conjunctuercyclus en zorgden voor goed presterende financiële markten.

*Gunstig economisch klimaat stuwt beurzen...*

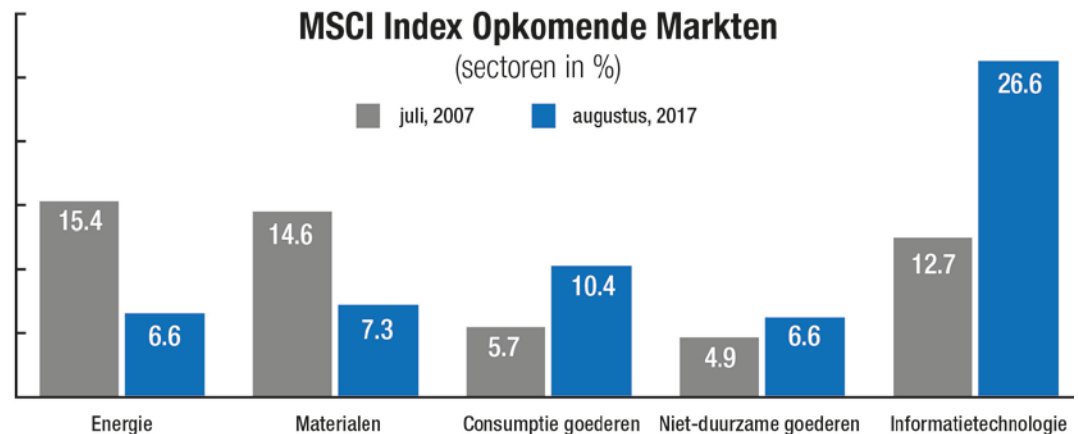
*...maar de met 12% gezakte dollar drukt resultaten aanzienlijk*

Onder invloed van aanhoudend goede macro-economische cijfers en bedrijfswinsten die de verwachtingen veelal bleven overtreffen, liepen de meesten aandelenkoersen ook in het laatste kwartaal verder op. Een uitzondering hierop vormde Europa dat achterbleef vanwege de moeizame coalitieonderhandelingen in Duitsland en de onzekerheid over Catalonië in Spanje.

Terwijl de MSCI Wereld Index het jaar in dollars afsloot met een winst van maar liefst 21,6% bleef hiervan in euro's maar een kleine 7% over. De zwakke dollar en de mede hierdoor oplopende grondstofprijzen speelden de opkomende markten juist in de kaart. Na een sterk laatste kwartaal eindigde de MSCI Emerging Markets Index het jaar met een totaal rendement in euro's van 18%. Zoals aangegeven kende de Europese aandelen een relatief zwak laatste kwartaal en nam de waarde van de MSCI Europe Index in 2017 uiteindelijk met 7% toe.

*De relatief goede ontwikkeling van de indexstijging is voor ca. 40% toe te schrijven aan de IT-sector en in het bijzonder aan een handvol aandelen zoals Tencent, Alibaba en Samsung*

*Weging van de IT-sector in de Emerging Markets Index is de afgelopen 10 jaar fors opgelopen*



*Door de stijging van met name Aziatische IT-aandelen is het belang van Azië in de Emerging Markets Index nu bijna 75%. IT-aandelen maken bijna 27% van deze index uit en bepalen voor een belangrijk deel de performance.*

Hoewel de Fed in het vierde kwartaal begon met het afbouwen van haar balans en de korte rente voor de derde keer verhoogde en de ECB aankondigde haar opkoopprogramma van obligaties te gaan halveren, was het wereldwijde monetaire beleid gedurende 2017 nog steeds zeer ruim. Net als in het derde kwartaal daalde de kapitaalmarktrente in het vierde kwartaal licht en kon de Europese Investment Grade obligatie-index het jaar afsluiten met een jaarwinst van 0,5%. De Europese index voor AAA staatspapier had het duidelijk moeilijker en eindigde het jaar met een verlies van 1,25%.

*De grote wereldwijde monetaire ondersteuning, die 10 jaar geleden begon, lijkt zich op een keerpunt te bevinden...*

*...de implicatie daarvan is dat de periode van dalende lange rentes voorbij lijkt*

De door Philipse & Co beheerde portefeuilles kenden een prima laatste kwartaal en sloten daarmee een zeer goed jaar af. Zowel de zakelijke waarden als de vastrentende waarden in de portefeuilles presteerden in 2017 duidelijk beter dan het marktgemiddelde. Bij de zakelijke waarden konden de actieve managers profiteren van de sterk gedaalde correlaties van aandelenkoersen en werden beloond voor hun goede fundamentele analyses. De alternatieve beleggingen in de portefeuille presteerden in 2017 opvallend goed. Alhoewel de zogenaamde netto long positie van onze long-short managers gedurende 2017 per saldo vaak minder dan 50% was, versloegen zij allen hun respectievelijke benchmarks terwijl het door hen gelopen risico juist lager was.

Net als in 2016 presteerden de vastrentende waarden in de portefeuilles het afgelopen jaar zeer goed. Naast de relatieve hoge couponrente die onze fondsen gedurende het jaar ontvingen, profiteerden zij ook van de dalende spreads. Terwijl de Europese obligatie-indices nauwelijks van hun plaats kwamen of zelfs verlies leden, boekten de vastrentende waarden in onze portefeuilles een winst van gemiddeld ruim 5%.

*In deze mogelijk late fase van de bullmarkt is het de kunst zoveel mogelijk te profiteren en je tevens voor te bereiden op een onvermijdelijke terugval*

*Terwijl de waarderingen hoog zijn en centrale banken zich lijken terug te trekken, zijn beleggers, mede door recente successen, nog erg optimistisch*

De wereldeconomie staat er op dit moment goed voor al lijkt de kans op een groeiversnelling beperkt te zijn. Alhoewel de aandelenkoersen hierdoor waarschijnlijk nog wat verder kunnen oplopen, is er door de hoge waardering en de lage volatiliteit weinig ruimte voor tegenvallers. Krapte bij de verwerkende industrie en een dalende werkloosheid voeden bovendien de speculatie op een stijgende inflatie met een oplopende kapitaalmarktrente tot gevolg. Deze beweging wordt versterkt door een aantal centrale banken, dat is begonnen met het langzaam terugschroeven van hun ruime monetaire beleid.

Deze overgang naar een eventuele reflatoire omgeving is slecht nieuws voor de obligatiemarkten maar zal ook zeker de aandelenmarkten raken als de rente sneller en/of harder oploopt dan verwacht. Wij blijven daarom zeer voorzichtig met het selecteren van vastrentende beleggingen en hebben binnen de zakelijke waarden een duidelijke voorkeur voor alternatieve beleggingen.

## Correlatie en marktnormalisatie

Door gebrek aan focus, te veel spreiding en hoge kosten hebben veel fondsen het op de wat langere termijn standaard al lastig om beter te presteren dan het marktgemiddelde of een indexfonds. Zie daartoe ook in eerdere nieuwsbrieven: [‘De relatieve waarde van beleggingsfondsen’](#) en [‘Beleggingsfondsen ontmaskerd’](#). Maar met name het afgelopen decennium is een uitdagende periode voor beleggingsfondsen gebleken.

*Echt actief beleggen draait in de kern om research, overtuiging en focus en niet om honderden aandelen te bezitten zoals veel actieve beleggers doen*

Zelfs de beste fondsmanagers lukten het in de afgelopen jaren lang niet altijd hun meerwaarde te tonen. Een aantal was in staat met behulp van onderscheidende diepgaande research bedrijven te selecteren die het beter doen dan de markt of hun sector. Maar dat werd in de afgelopen jaren lang niet altijd beloond door de daarbij passende outperformance op de beurs. Het gevolg hiervan is dat een grote verschuiving heeft plaatsgevonden naar de goedkopere passieve indexfondsen. In 2017 kenden indexfondsen een dagelijks inflow van \$ 1,8 miljard of maar liefst \$ 74 miljoen per uur.

*In het afgelopen decennium hebben indexfondsen beter gepresteerd dan veel beleggingsfondsen...*

*... maar nu de eerste centrale banken een begin maken met het terughalen van geld uit het financiële systeem, is dat aan het veranderen*

Er lijken betere tijden te zijn aangebroken voor actieve managers. In 2017 hebben veel actieve managers (beleggingsfondsen) het weer beter gedaan dan de index. Dat was zeker ook onze ervaring en gold met name voor de alternatieve beleggingen zoals de eerder genoemde long-short managers. De toegenomen concurrentie van indexfondsen heeft tot kostenverlagingen bij beleggingsfondsen geleid wat tevens bijdraagt dat een groter percentage beter presteert dan hun respectievelijke benchmark.

*Het laatste decennium bewogen aandelenkoersen veelal in harmonie omhoog en omlaag ('risk-on', 'risk-off'). De werkelijke gang van zaken bij individuele bedrijven deed er minder toe*

Terwijl in de periode 2009-2016 een groter dan gemiddeld aantal indexfondsen het beter deed dan beleggingsfondsen is er historisch sprake van cycliciteit tussen actieve en passieve beleggingen. Het lijkt erop dat we in een beginfase zitten van een periode waarin een groter aantal beleggingsfondsen het weer beter zal gaan doen dan indexfondsen. De reden hiervoor is dat aandelen sinds de kredietcrisis veelal in harmonie bewogen. Ongeacht de onderliggende ontwikkeling van individuele beursgenoteerde bedrijven gingen koersen in de periode vanaf de crisis door verschillende economische schokken gelijktijdig omlaag. Om vervolgens weer spoedig gezamenlijk te herstellen door de vele triljarden dollars die de centrale banken creëerden om de markten gerust te stellen. Met andere woorden, er is sprake geweest van een langdurige periode waarin de correlaties tussen aandelen zeer hoog was. Voor het eerst sinds lange tijd is dat nu aan het veranderen.

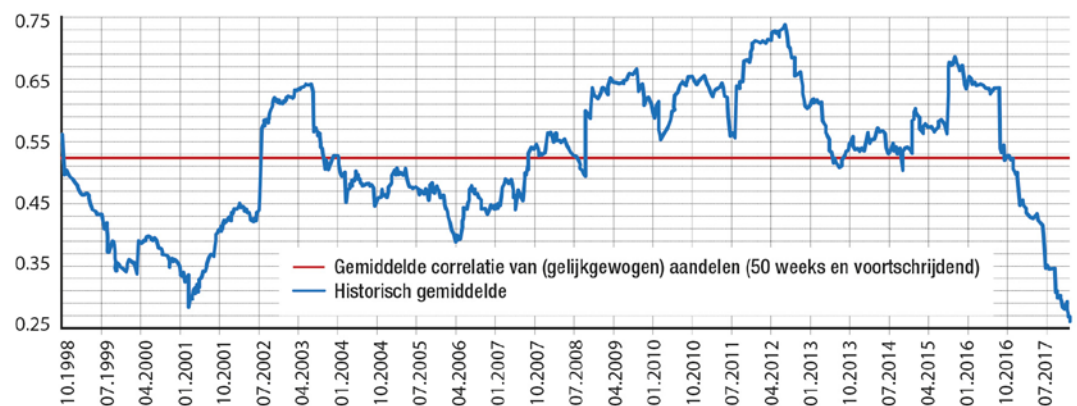
Als de correlaties tussen aandelen onderling en de correlatie tussen individuele aandelen en de markt als geheel laag zijn, ontstaan er betere mogelijkheden om je als belegger te onderscheiden. Ondernemingen waar het goed mee gaat, worden op de beurs weer meer beloond dan ondernemingen die het relatief minder doen. De verschillen in waardering tussen goede en slechte bedrijven is nog steeds enigszins ingetogen waardoor juiste beslissingen nog niet altijd volledig beloond worden, maar dat begint nu wel duidelijk te verbeteren.

*De correlaties tussen aandelen bevindt zich sinds lange tijd weer op een bodemniveau*

Er is de laatste maanden sprake van een zeer grote wijziging in de correlaties van aandelen. De onderlinge correlatie van individuele aandelen in de S&P 500 index en op andere belangrijke beurzen is recent gezakt tot het laagste punt sinds 2001. Hoe lager die correlatie is des te minder aandelen in dezelfde richting bewegen. Circa een jaar geleden was die correlatie nog meer dan 60% terwijl deze inmiddels gedaald is tot circa 20%.

*Lage correlaties zijn een ideale omgeving voor actieve beleggers*

### Correlaties van aandelen in de S&P 500 index



*Sinds de kredietcrisis in 2008 begon, bewogen aandelen veelal in gelijke richting. Zowel in de opgaande als dalende perioden hielden koersbewegingen gelijke tred, ongeacht de werkelijke onderliggende bedrijfsresultaten van die bedrijven.*

De belangrijkste reden voor deze omslag lijkt de sterke wereldwijde economie. Tot voor kort, was de groei nog redelijk zwak en overheerste elke uitspraak of actie van centrale banken de markten. Natuurlijk werd wel gelet op het werkelijke fundament van de economie danwel de onderliggende prestaties van bedrijven maar op de beurs leek dat er lange tijd veel minder toe te doen.

*In het beleggingsbeleid van Philipse & Co wordt belegd in indexfondsen om goedkoop en flexibel marktexposure op te bouwen...*

Tot 2016 heeft de monetaire expansie van de centrale banken ertoe geleid dat obligatierendementen extreem zijn gedaald. In de zoektocht naar rendement investeerden beleggers ook steeds meer in bedrijven van mindere kwaliteit. Maar de jacht naar rendement tegen bijna elke prijs lijkt nu plaats te maken voor een meer fundamentele analyse van bedrijven. Sinds de rente in de VS vanaf 2016 weer wordt verhoogd en ook andere centrale banken geneigd zijn hun monetaire steun te gaan afbouwen, lijken de markten zich te gaan normaliseren.

*...en in beleggingsfondsen om gebruik te maken van specifieke expertise alsmede om de portefeuilles deels te beschermen tegen rentestijgingen en marktverstoringen*

De afgelopen jaren zijn heel positief geweest voor aandelen. In deze bijna continu opgaande lijn is er niets mis mee om met een indextracker mee te liften op de stijgingen van de markt. Maar zodra de onrust en daarmee de volatiliteit in de markt weer toeneemt, of als er zelfs onverhoopt weer eens sprake is van een beurscorrectie, zullen (de juiste) beleggingsfondsen veel duidelijker hun relatieve meerwaarde kunnen bewijzen.

Arjan van Assen    Edzard van Citters    Derk Doyer    Rob van Roozendaal    Jan Stoop    Omar Zee

Philipse & Co, opgericht in 1987, is één van de grootste onafhankelijke vermogensbeheerders van Nederland. Door onze partnerstructuur zijn een duurzame betrokkenheid en continuïteit gewaarborgd. Ons beleggingsbeleid is erop gericht op lange termijn goede en stabiele resultaten te behalen bij een relatief lage volatiliteit. Hierbij is bescherming van het vermogen van groter belang dan continue winstmaximalisatie na te streven.