



Nieuws

Investment Meeting

Op 26 april jl. organiseerden wij onze periodieke Philipse Investment Meeting in het Hilton te Amsterdam met presentaties van Neuflyze en Comgest. Een gepubliceerd artikel hierover kunt u lezen op onze website www.philipse.com onder 'Publicaties'.

Groei Philipse & Co

Naar aanleiding van de komst van drie nieuwe partners in het afgelopen jaar kregen wij vragen over onze toekomstige (uitbreidings) plannen. De groei van het aantal partners en het toevertrouwde vermogen hebben wij ons vooraf niet ten doel gesteld. Er is in toenemende mate een trend waarneembaar waarbij professionals grote instellingen verlaten vanwege o.a. de toenemende regeldruk, de standaardisatie en de scheiding tussen (beleggings)beleid en uitvoering. Nog steeds worden wij regelmatig benaderd door ervaren mensen die zich bij Philipse & Co willen aansluiten. Onderscheidend maatwerk vermogensbeheer werkt wat ons betreft het best in een niet al te groot team. Eventuele toekomstige uitbreidingen zullen derhalve beperkt zijn.

Depotbanken

Philipse & Co heeft al geruime tijd een samenwerkingsovereenkomst met de Zwitserse bank Credit Suisse, een van de grootste en sterkste banken van Europa. Credit Suisse heeft recent flink geïnvesteerd in personeel en technologie waardoor hun platform voor zelfstandige vermogensbeheerders een enorme sprong voorwaarts heeft gemaakt. Mede om die reden is onze samenwerking met deze depotbank onlangs verder geïntensiveerd.

Griekse tragedie

De maatregelen die thans in Europa genomen worden om de crisis in Griekenland (maar ook andere Zuid-Europese landen en Ierland) te beteugelen, zijn met name bedoeld om tijd te winnen. Men hoopt de kredietwaardigheid van deze landen te verbeteren maar tot dusver zijn deze pogingen mislukt waardoor de rente op staatsleningen van deze landen juist verder oploopt.

Op weg naar herstel...?



Schuldreductie onmogelijk...

De Griekse schuld bedraagt inmiddels circa 160 procent van het Bruto Nationaal Product (BNP) en het land zal niet in staat zijn om deze schuldenlast te (her)financieren of te verlagen zonder verdere drastische maatregelen te nemen. Maar zelfs dan blijkt Griekenland voor een onmogelijke taak te staan. Indien het land (bij een zeer optimistisch scenario) een jaarlijks begrotingsoverschot van 6% zou weten te realiseren, zou het nog tot 2040 duren voordat Griekenland weer voldoet aan het Verdrag van Maastricht, dat voorschrijft dat de schuldenlast niet meer mag bedragen dan 60 procent van het BNP.

... zonder herstructurering

Een herstructurering van de schuld lijkt daarom het enige alternatief. Gezien de huidige koersen van Griekse obligaties houdt de markt daar ook al rekening mee. Dit zal de kredietwaardigheid van het land verhogen en de Grieken aanzetten tot een programma van stabilisatie en hervormingen. Het betekent wel dat veel Europese banken fors zullen moeten afschrijven op obligaties die niet meer tegen de oorspronkelijke waarde zullen worden afgelost.

Ook andere landen hebben te hoge schulden

Zoals uit de onderstaande tabel blijkt, heeft niet alleen Griekenland last van een hoge staatschuld. De almaar stijgende rente op overheidspapier van andere Zuid-Europese landen geeft aan dat ook de markt hierop niet gerust is. Vooralsnog lijkt niemand de juiste oplossing te hebben. Zolang deze situatie voortduurt en mogelijk zelfs verergert, geven wij duidelijk de voorkeur aan het voeren van een voorzichtig beleggingsbeleid.

Overheidsschulden als percentage van het Bruto Nationaal Product (2011 en 2012 zijn schattingen)

	2002	2007	2010	2011	2012
United States	56.8	62.0	93.6	101.1	107.0
Euro area	75.2	71.6	92.7	95.6	96.5
Germany	62.2	65.3	87.0	87.3	86.9
France	67.3	72.3	94.1	97.3	100.0
Italy	119.4	112.8	126.8	129.0	128.4
Spain	60.3	42.1	66.1	73.6	74.8
Netherlands	60.3	51.5	71.4	74.3	75.2
Belgium	108.4	88.1	100.7	100.7	100.4
Greece	117.6	112.9	147.3	157.1	159.3
Portugal	65.0	75.4	103.1	110.8	115.8
Ireland	35.2	28.8	102.4	120.4	125.6
Japan	152.3	167.0	199.7	212.7	218.7
United Kingdom	40.8	47.2	82.4	88.5	93.3
Total OECD	71.6	73.1	97.6	102.4	105.4

Bron: jaarverslag Bank for International Settlements (BIS, juni 2011). De totale schuld van overheden is na het failliet van Lehman Brothers in 2008 versneld toegenomen daar waar deze vóór de financiële crisis veelal afnamen.

Ontwikkelingen in Q2

De mondiale economische en politieke onrust heeft in de eerste zes maanden van 2011 veelal geleid tot lagere beurzen. De Europese Stoxx 600 index daalde ruim 1% en de MSCI Wereld Index daalde in euro's met bijna 4%. Met name opkomende markten in Azië en Latijns Amerika presteerden zwak. Nog steeds geldt dat de opkomende markten aanmerkelijk betere groeivoorzichten kennen dan de ontwikkelde economieën en bovendien over gezondere overheidsfinanciën beschikken. Inmiddels zijn de inflatierisico's wat afgenomen als gevolg van de daling van de energie- en voedselprijzen. Met name voedselprijzen zijn een belangrijke component voor inflatie in opkomende markten omdat consumenten daar een relatief groot deel van hun inkomen aan voeding uitgeven.

Alle beleggingscategorieën laten in het 1^e halfjaar magere resultaten zien

Obligaties konden over het eerste half jaar geen compensatie bieden. Inclusief couponrente liet de Europese (All-Bond) obligatie-index een licht lager resultaat zien. Ook de hedgefund indices waren lager, waarbij het opvallend is dat geen enkele hedgefundstrategie in de eerste zes maanden van dit jaar een positief resultaat wist te behalen. Ook hieruit valt op te maken dat de markten onrustig zijn en geen duidelijke richting weten te kiezen.

De door Philipse & Co beheerde portefeuilles laten een onveranderd tot licht negatief rendement zien, met opnieuw beperkte volatiliteit. Dit laatste is toe te schrijven aan een relatief defensieve invulling van de portefeuilles, waarbij een aantal van de door ons geselecteerde fondsmanagers de mogelijkheid heeft benut om cash op te bouwen of de weging in aandelen te beperken. Daarbovenop hebben wij, waar wenselijk, enkele (aandelen)posities afgebouwd en de vrijgekomen liquide middelen voorlopig aangehouden. Dit is de meest eenvoudige en goedkoopste manier om het risico van een verder verslechterende markt deels af te dekken.

Fundanalyse; beleggingsfonds of index?

Actief of passief beheer?

Wat heeft de voorkeur: beleggen via een *actief* beheerd beleggingsfonds of via een index, het zogeheten *passieve* beleggen? Een eenduidig antwoord valt niet te geven. Beide varianten hebben hun specifieke voor- en nadelen.

Er is in toenemende mate aandacht voor het (passief) beleggen via een indextracker of een Exchange Traded Fund (ETF). Het is een zeer efficiënte manier van beleggen, het is overzichtelijk en de kosten zijn laag. Bovendien worden beleggers kritischer ten aanzien van de prestaties van actief beheerde beleggingsfondsen omdat deze vaak achterblijven bij de index.

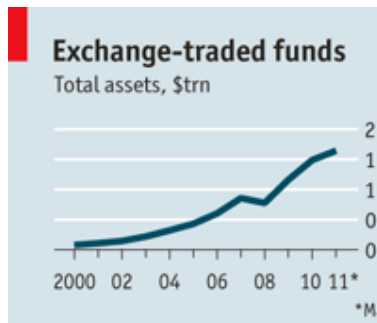
Toch pleit niet alles ervoor om altijd via een index te beleggen. Zo geeft de indexbelegger de ambitie en de kans op om beter te presteren dan het marktgemiddelde. Bovendien is een indexbelegger altijd volledig belegd en loopt daarmee voortdurend het volle marktrisico, ook in een (langdurig) neergaande markt. Actieve beleggers kunnen het risico van de portefeuille terugbrengen door tijdelijk meer liquide middelen aan te houden of een groter belang in defensieve aandelen te nemen.

Een mogelijk additioneel risico bestaat bij de zogenaamde *synthetische* indextrackers. In tegenstelling tot traditionele trackers beleggen synthetische trackers niet in aandelen of obligaties van de index die ze volgen. Er wordt met derivatenconstructies gewerkt waarbij een onderpand wordt aangehouden dat niets te maken hoeft te hebben met de index die ze volgen. Zo kan het zijn dat een tracker op Afrikaanse aandelen als onderpand Amerikaanse aandelen heeft waardoor allerlei complexe dwarsverbanden kunnen ontstaan. Naast het risico van de belegging zelf loopt de belegger ook een zogenaamd tegenpartijrisico. Dit is het risico dat de tegenpartij van het derivatencontract niet meer aan zijn verplichtingen kan voldoen en failliet gaat.

Actieve beleggers wijken bewust af van een index en proberen hiermee een hoger rendement te behalen dan die index (de benchmark). Onderzoeken tonen echter aan dat maar een beperkt aantal beleggers (circa 20%) hier op lange termijn in slaagt. Dit komt omdat veel zogenaamd actieve beleggingsfondsen in de praktijk helemaal niet zo actief zijn. Er wordt veelal belegd in meer dan 100 aandelen, er gelden vooraf opgestelde beperkingen en het percentage liquiditeiten in de portefeuilles is onder alle marktomstandigheden beperkt. In de praktijk betekent dit dat dergelijke fondsen niet veel van de index zullen afwijken. Dit zijn de zogenaamde 'closet indexers'. Zij brengen kosten in rekening voor actief beheer maar feitelijk lijken ze op (de goedkopere) indexfondsen. De toegevoegde waarde van deze fondsen ten opzichte van een index is doorgaans dan ook beperkt.

Een duidelijk grotere kans om de index consistent te verslaan, hebben de meer atypische en echt actieve fondsmanagers. Zij kenmerken zich veelal door een duidelijke focus en een geconcentreerde portefeuille, trekken zich niets aan van een index en kunnen met een vrij en flexibel beleggingsbeleid of met een bepaald specialisme werkelijk waarde toevoegen. Ze kunnen veel liquiditeiten aanhouden en of (een deel van) de portefeuille afdekken indien de marktomstandigheden daarom vragen. In de minder efficiënte markten (zoals opkomende markten en small caps) zal het effect van succesvolle actieve beleggers zelfs nog groter zijn.

Philipse & Co is van mening dat een belegger, afhankelijk van de omstandigheden, steeds moet onderzoeken of en in welke mate er goede actieve beleggingen beschikbaar zijn. Hier moet de afweging gaan tussen echt actief beheer en echt passief beheer en moeten de closet indexers uitgesloten worden. Zijn er in een bepaalde regio of sector geen aantoonbaar goede actieve fondsmanagers te vinden of heeft men niet de behoefte noch de kennis deze te vinden, dan is er geen aanleiding om voor actief beleggen te kiezen en is indexbeleggen de beste keuze.



De groei van het totale vermogen in indextrackers (ETF's) is wereldwijd enorm...

...en bedraagt inmiddels ruim 1,5 biljoen dollar (1.500.000.000.000)

