



## Nieuws

### Nieuw kantoor

Philipse & Co is eind vorig jaar verhuisd naar Concertgebouwplein 27, 1071 LM Amsterdam.

### All-in fee

Met ingang van 1 januari bieden wij onze cliënten de mogelijkheid om voor een all-in fee te kiezen. De all-in fee omvat alle kosten voor het beheer, dus ook de kosten voor transacties en de voorheen separaat door de depotbank in rekening gebrachte kosten zoals bewaarloon. De eventuele vergoedingen die Philipse & Co van fondsbeheerders ontvangt, worden aan de cliënt doorgegeven.

### Onderzoek AFM

De Autoriteit Financiële Markten (AFM) heeft in 2011 een uitgebreid onderzoek gedaan bij dertien willekeurig geselecteerde vermogensbeheerders, waaronder Philipse & Co. Naar aanleiding van de bevindingen van dit onderzoek is een leidraad toegestuurd aan alle vermogensbeheerders met aanbevelingen voor beleggingsadvies en vermogensbeheer. Terwijl Philipse & Co het onderzoek met goed gevolg heeft doorstaan, gaf de AFM aan bij een aantal beheerders een vervolgonderzoek te zullen instellen.

## Ontwikkelingen in Q4

2011 was in vele opzichten een bewogen jaar waarin angst overheerste. Dit leidde er toe dat met name staatsobligaties van een beperkt aantal veilig geachte landen (zoals Nederland en Duitsland) en beleggingen in goud goede rendementen lieten zien.

Equity Index Performance as EUR  
Investor in 2011



### Aandelen in 2011 weer omlaag

De schulden crisis in Europa, de lagere economische groei en de aardbeving in Japan veroorzaakten behoorlijke dalingen van nagenoeg alle internationale beursindices. Ondanks een sterk herstel in de laatste weken daalde de Dow Jones Euro Stoxx 600 index ruim 11% waarbij de aandelen van banken gemiddeld ruim 30% zakten. Hoewel de Amerikaanse beurs eind juli in slechts twee weken tijd nog met 17% daalde, wist juist deze beurs als een van de weinigen nog net in de plus te eindigen. De relatieve sterkte van de Amerikaanse beurs en de dollar zorgden ervoor dat de MSCI wereldindex het verlies in euro's gemeten wist te beperken tot 5%.

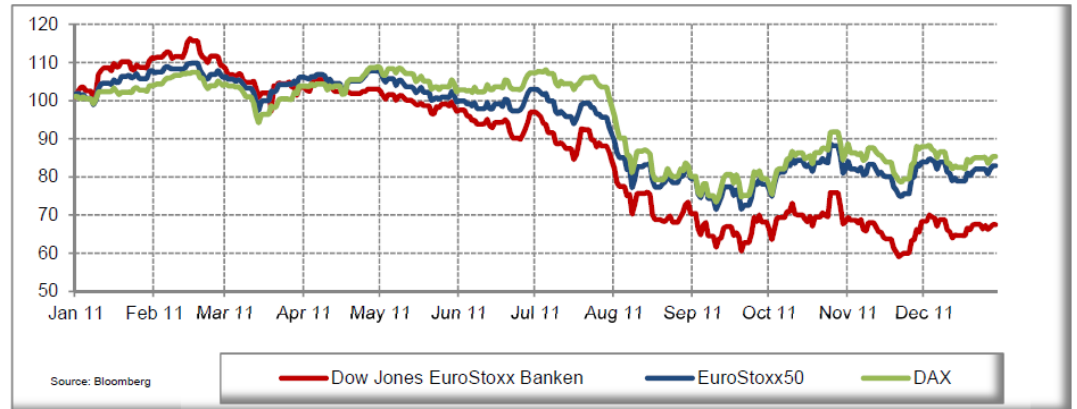
De relatief mindere prestatie van de aandelen in de opkomende landen was opvallend. In Azië en Latijns Amerika daalden de koersen gemiddeld circa 20%. Ondanks de veelal betere economische basis hebben deze landen van de crisis in de Eurozone te lijden. Opkomende landen zijn nog steeds sterk verweven met de economieën van de ontwikkelde landen; van een zogenaamde ont koppeling is nauwelijks sprake. Indien Europa, de V.S. en Japan in een recessie terecht komen, zullen deze landen daar niet immuun voor blijken. Wel zullen juist deze landen de storm beter kunnen doorstaan. Immers, er is sprake van een hoge economische groei en de balansposities van de overheden zijn sterk en kunnen eventuele schokken daardoor beter opvangen.

In de door Philipse & Co beheerde portefeuilles wordt rekening gehouden met meerdere scenario's. De huidige schulden crisis zal ons inziens lang gaan duren en het is moeilijk vast te stellen wanneer een oplossing voor de vele problemen zal worden gevonden en hoe de financiële markten hierop zullen anticiperen. Een voorzichtig beleggingsbeleid heeft tot die tijd onze voorkeur. Een te uitgesproken visie, zowel met betrekking tot negatieve als positieve scenario's, is naar onze mening riskant. Ook in een goed gespreide en defensieve portefeuille kunnen er echter periodes zijn dat, door toegenomen correlaties en excessief vluchtgedrag van beleggers, beperkte verliezen worden geleden (zie ook hieronder).

Positief is dat de nieuwe ECB-president, Mario Draghi, een voortvarende start heeft gemaakt en het sentiment vooralsnog ten goede heeft weten te keren. Dit heeft direct invloed op de inmiddels beter gestemde aandelenbeurs. De recente maatregelen van de ECB waarbij extra liquiditeit werd verschaft aan de bankensector heeft effect gehad. Hierbij zijn het met name de banken die sterk herstellen na het dramatische verlies in 2011.

*Slecht nieuws is verdisconteerd in de markt*

Alhoewel de financiering van de schuld van een deel van de Eurozone en de herstructurering van Griekenland onopgelost blijven, bleken de recente verlagingen van de kredietstatus van een aantal overheden al door de markten te zijn verdisconteerd.



De grootste onrust op de Europese aandelenmarkten werd veroorzaakt door de bankensector. De Estoxx Bank Index daalde 36%. Deze index begon in 2012 op hetzelfde niveau als in 1990.

*Structureel herstel nog niet in zicht*

Een aantal risico's dat in 2011 nog actueel was, lijkt thans verminderd of is inmiddels geen verrassing meer. Gezien de hoge liquiditeitsposities bij beleggers en de verminderde aantrekkelijkheid van veilige havens lijkt de gevoeligheid van beleggers voor slecht nieuws verminderd. Echter, het fundament voor een langdurig herstel is nog broos gezien de trage oplossing van de crisis in de Eurozone, onzekerheden in onder andere Griekenland en Italië, een mogelijke escalatie in het Midden Oosten en het uitblijven van enige voortgang in de schuldenproblematiek in Japan en de V.S. Een werkelijk herstel in 2012 en daarna is pas te verwachten nadat op deze terreinen vooruitgang wordt geboekt.

## Clear and present danger

Zoals hierboven vermeld, waren de staatsobligaties van een klein aantal landen vrijwel de enige beleggingscategorie waarmee in 2011 rendement kon worden behaald.

*Rendement Duitse staatsobligatie op dieptepunt*

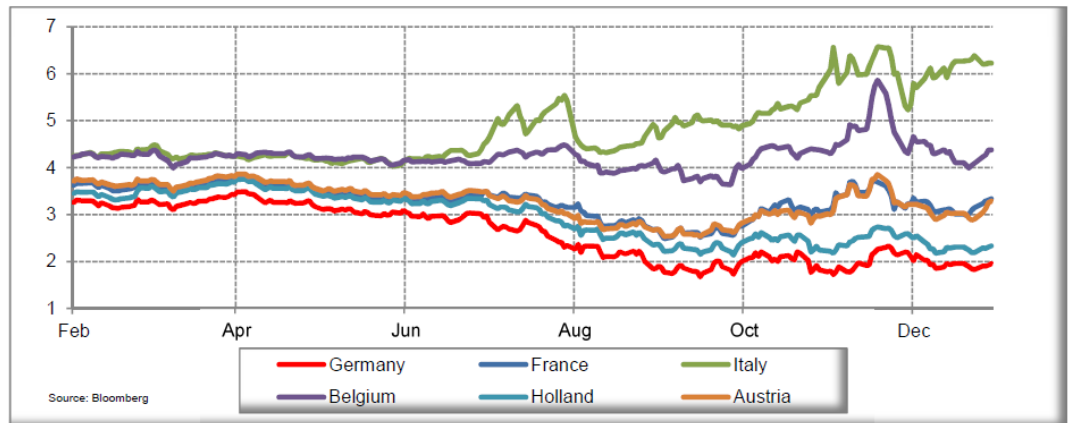
Als gevolg van de aanhoudende schulden crisis behoren faillissementen van Europese overheden inmiddels tot de mogelijkheden en worden binnen de Eurozone Duitse staatsleningen door veel beleggers nog steeds als veilige haven gezien. Mede hierdoor is het rendement van Duitse staatsobligaties tot een dieptepunt gedaald en zelfs negatief indien we corrigeren voor inflatie. Naar onze mening zullen deze leningen echter alleen in het meest extreme negatieve scenario, zoals het opbreken van de euro, een goede investering blijken te zijn. In alle andere scenario's zullen de koersen van Duitse staatsleningen flink kunnen dalen. De onzekerheid is groot en meerdere uiteenlopende uitkomsten zijn mogelijk.

*Voorkeur voor bedrijfsobligaties*

Onze voorkeur gaat uit naar een combinatie van bedrijfsleningen, high yield obligaties en emerging market debt. Veel ondernemingen verkeren op dit moment in een betere financiële positie dan de meeste overheden. Ze zijn terughoudend met investeringen en overnames, hebben gesneden in kosten en hun schulden teruggebracht. De algemene bezorgdheid over de economische ontwikkelingen heeft echter ook geleid tot lagere koersen bij bedrijfsobligaties waardoor dit een aantrekkelijke beleggingscategorie blijft.

Hoewel de risico's groter zijn, kan het bovenstaande ook worden gezegd over high yield bedrijfsobligaties. Gezien de gezonde omstandigheden waarin veel van de onderliggende bedrijven verkeren, gaan specialisten in high yield obligaties er vanuit dat het aantal faillissementen (veel) lager zal uitvallen dan waarvan de markt nu uitgaat. Indien deze verwachting uitkomt, zullen de beleggingsresultaten zeer aantrekkelijk zijn. De hoge coupon geeft bovendien een beschermende werking.

*Onrust leidt tot grote renteverschillen*



De onrust in de markt is goed zichtbaar in de toegenomen renteverschillen tussen de landen in de Eurozone.

## Risk On, Risk Off

*Onderlinge correlatie bepaalt resultaat van diversificatie*

Het belang van diversificatie in de portefeuille is bekend. Spreiding over verschillende beleggingscategorieën moet er toe leiden dat dalingen van de ene categorie worden opgevangen door de stijging van een andere. Diversificatie leidt slechts tot het gewenste resultaat indien de beleggingen in de portefeuille onderling niet of nauwelijks met elkaar correleren.

De afgelopen jaren constateren wij dat de correlatie tussen verschillende beleggingscategorieën sterk is toegenomen waardoor diversificatie niet meer het gewenste resultaat oplevert. Sinds het ontstaan van de crisis in 2008 is 'risk on, risk off' een vaak gebruikte term om het gedrag van beleggers en de prijsvorming van verschillende beleggingen te verklaren. 2008 was een typisch 'risk off' jaar waarbij beleggers hun risicovolle beleggingen afbouwden ten gunste van liquide middelen. 2009 was daarentegen, voor het grootste deel, een 'risk on' jaar waarbij veel risicovolle beleggingscategorieën (aandelen, emerging market debt, grondstoffen) tegelijk sterk stegen. Een recenter voorbeeld van 'risk off' was de afwaardering van Amerikaans Staatspapier waarop een dagenlange, heftige verkoop van risicovolle beleggingen volgde.

*Correlation, the only thing that rises in a falling market*

Maar wat betekent 'risk on, risk off' nu precies? Het fenomeen valt te omschrijven als de gesynchroniseerde en snelle stijging of daling van diverse beleggingscategorieën als gevolg van de continu wijzigende risicobereidheid van beleggers. Afhankelijk van de omgeving zullen beleggers alle risicovolle beleggingen kopen of verkopen, waarbij niet of nauwelijks rekening wordt gehouden met de unieke karakteristieken van die beleggingen. De volatiliteit en de correlatie van die beleggingen onderling, met name de risicovolle, neemt derhalve sterk toe.

Diversificatie blijft noodzakelijk. Op langere termijn worden beleggingen uiteindelijk op hun werkelijke waarde beoordeeld en zal diversificatie zijn waarde bewijzen.

Philipse & Co, opgericht in 1987, is één van de grootste onafhankelijke vermogensbeheerders in Nederland. Ruim 25 jaar zijn wij vermogensbeheerder voor particulieren en stichtingen. Door de partnershipstructuur zijn wij volledig onafhankelijk in ons beleggingsbeleid en is continuïteit gewaarborgd. Onze all-in fee omvat alle beheer- en bancaire kosten. Eventuele vergoedingen van fondsbeheerders worden volledig teruggegeven.