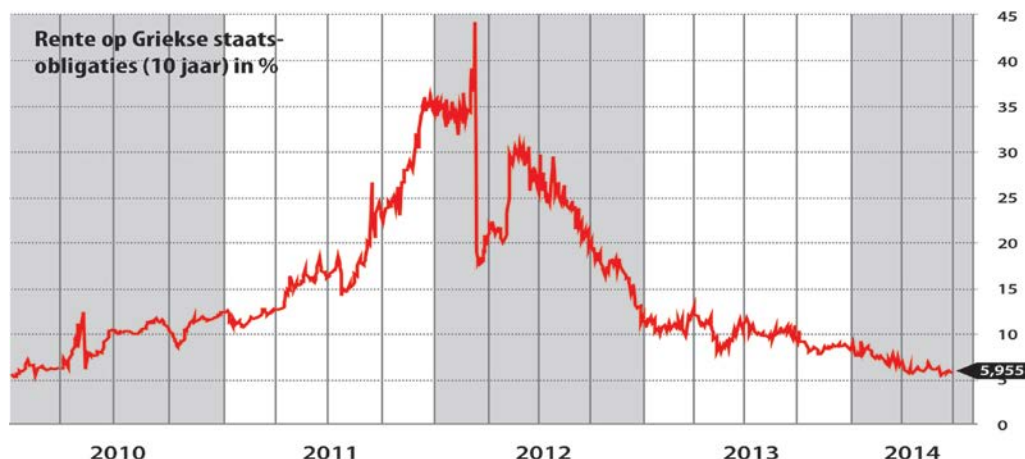




## Ontwikkelingen in Q2 2014

Gedurende het tweede kwartaal zette de daling van de rente verder door en is het effectieve rendement op een 10-jaars Duitse staatsobligatie niet ver verwijderd van het dieptepunt dat tijdens de Eurocrisis in 2012 werd bereikt. De lage rente werd toen veroorzaakt door zorgen over het voortbestaan van de euro en door angst dat landen uit de periferie de monetaire unie zouden verlaten. Dat de markt zich daarover nu nauwelijks meer zorgen lijkt te maken, is af te lezen aan de sterk afgenomen renteversillen tussen de staatsobligaties van landen uit de periferie en die van de kernlanden. De lage rente in de Eurozone wordt nu met name verklaard door de angst voor deflatie en de geopolitieke onrust in onder andere Oekraïne en Irak.

Aangezien deflatie een groot gevaar is voor het nog broze herstel van de economie heeft de Europese Centrale Bank recent de rente verlaagd tot het historisch lage niveau van 0,15% en aangekondigd verregaande maatregelen te nemen indien zij daartoe aanleiding ziet. Alhoewel de macro-economische cijfers gedurende het tweede kwartaal niet overtuigend waren, zorgden de sterk toegenomen activiteit op het gebied van fusies en overnames en het vooruitzicht van een aanhoudend ruim monetair beleid voor stijgende koersen van zowel aandelen als obligaties.



Ondanks een staatsschuld van 177% van het bruto binnenlands product neemt het vertrouwen in de Griekse economie weer toe. Begin 2012 liep het rendement op Grieks schuldpapier op tot 40%. Inmiddels is het rendement weer gezakt tot onder de 6%.

De MSCI Wereld Index steeg de afgelopen drie maanden met 5% en de MSCI Europe Index met ruim 2%. De opkomende markten liepen eindelijk weer eens voorop en eindigden het kwartaal met een plus van bijna 7%. Hedgefondsen waren gemiddeld onveranderd en bleven daarmee, na een sterk 2013, achter. Door de dalende rente deden ook obligaties het goed. De Europese All-Bond obligatie-index nam de afgelopen periode met bijna 3% toe en de Europese AAA obligatie-index steeg met ruim 2%. De Citigroup World Government Bond Index nam in euro's gemeten met 3% in waarde toe.

De door Philipse & Co beheerde portefeuilles hebben een overwegend goed tweede kwartaal achter de rug. Zowel de zakelijke waarden als de vastrentende waarden in de portefeuilles droegen bij aan het positieve resultaat. Hierbij presteerden de vastrentende waarden conform de markt. Binnen de zakelijke waarden deden de aandelenfondsen het over het algemeen beter dan hun respectievelijke benchmarks, maar stelden de door ons geselecteerde hedgefondsen enigszins teleur. Deze beleggingen blijven over het algemeen wat achter in een stijgende markt en daarnaast had een aantal last van een zogenaamde stijrotatie die het afgelopen kwartaal plaatsvond. Hierbij werden op grote schaal sterk gestegen groeiaandelen geruild naar aandelen die juist achtergebleven waren. Dergelijke bewegingen komen vaker voor en zijn voor ons geen directe aanleiding om aanpassingen in de portefeuille te doen.

*Rente op kapitaalmarkt toch weer gedaald, na stijging in 2013*

*Deflatie kan er toe leiden dat bestedingen worden uitgesteld omdat de aanschaf op een later moment goedkoper wordt*

*Griekse rente weer op niveau van voor de kredietcrisis*

*Beurzen stijgen verder ondanks matige economische groeicijfers*

*Op zoek naar enige vorm van rendement zijn beleggers bereid om steeds meer risico te nemen*

*BIS: 'de markten dansen op de muziek van besluiten van de centrale bank'*

*Philipse & Co heeft regelmatig over actief versus passief geschreven in deze Nieuwsbrief en in het FD*

*Zie ook onze website onder 'Publicaties' en 'Artikelen'*

**Vooruitzicht**

De aandelen- en de obligatiemarkt profiteren op dit moment van zowel de ruime beschikbaarheid van geld als van de extreem lage rente en de zoektocht naar rendement die daar het gevolg van is. Het stijgen van de beurzen is echter niet volledig te rijmen met de onderliggende economische ontwikkelingen in de wereld. Door het bestendig goede sentiment op de beurs zijn beleggers geneigd de risico's op de langere termijn uit het oog te verliezen. In het eind juni gepubliceerde jaarverslag van de Bank for International Settlements (BIS), waarschuwt ook deze 'bank voor centrale banken' voor de euforie onder beleggers op dit moment.

De historisch zeer lage volatiliteit op de markten toont de ongekende rust die de markten thans kenmerkt. Dit kan nog lang aanhouden en wij zullen trachten zoveel mogelijk te profiteren van verdere koersstijgingen. De invloed die monetaire beleidsmakers op de financiële markten hebben, mogen echter niet uit het oog verloren worden en wij blijven derhalve op onze hoede om maatregelen te nemen zodra een trendwijziging zich op de beurzen aandient.

## De relatieve waarde van beleggingsfondsen

De meeste aandelenbeurzen hebben de afgelopen twee jaar behoorlijke koersstijgingen laten zien en de Amerikaanse S&P 500 index bevindt zich zelfs op recordniveau. Maar ook de obligatiemarkt is, na een ruim 30 jaar durende bullmarkt, nog steeds positief gestemd. Velen vragen zich af hoe lang dit kan voortduren gezien de inmiddels extreem lage rente. Moet men tegen deze achtergrond beleggen via een index (passief beleggen) om daarmee één-op-één te kunnen profiteren van verdere koersstijgingen? Of is het juist verstandig om te beleggen in actief beheerde fondsen die proberen extra rendement te behalen en/of fondsen die zich kunnen indekken tegen eventuele koersdalingen?

**Active share**

Om de resultaten van actieve beleggingsfondsen te beoordelen, worden de prestaties van vergeleken met hun relevante benchmark of index. Daarnaast is interessant op welke manier deze resultaten zijn behaald. Van een actief beheerd fonds mag verwacht worden dat het de relevante benchmark tracht te verslaan. Omdat een actief gemanaged fonds kosten in rekening brengt, zal de kans de index te verslaan gering zijn indien de portefeuille weinig afwijkt van de samenstelling van de index. Een belangrijk aspect bij de selectie van fondsen is voor Philipse & Co dan ook de mate waarin de fondsbeheerder werkelijk actief is (de 'active share').

Als de posities in het fonds in grote lijnen vergelijkbaar zijn met die van de index is een fonds minder actief dan wanneer het fonds sterk afwijkt omdat andere posities en/of andere wegen dan de index worden ingenomen. Een active share van 30 procent betekent bijvoorbeeld dat 30 procent van het fonds afwijkt van de index. Met andere woorden, 70% van het fonds is identiek aan zijn index. De active share is hiermee een goed instrument om te meten in hoeverre een fondsbelegger krijgt waarvoor hij een fondsmanager betaalt.

Indien een fondsmanager een active share van 30% heeft en op dat deel van de portefeuille een respectabele outperformance behaalt van 4% dan creëert de fondsmanager hiermee op de gehele portefeuille een extra rendement van 1,2%. De overige 70% van de portefeuille is immers in lijn met de index. Indien deze manager een beheerfee rekent van 1,5% dan betekent dit uiteindelijk voor de belegger toch een relatieve performance van -0,3%. In dit voorbeeld dient het fonds met het actieve deel tenminste 5% extra rendement te behalen om het, na kosten, beter te doen dan de index.

Active Share Categorie	Gemiddelde Active Share	Bruto Rendement	Netto Rendement
Hoog	92.8	2.33	1.17
↑	86.2	1.69	0.44
	81.1	1.52	0.37
	75.1	1.26	0.17
Laag	59.3	0.10	-0.95

*De tabel toont het **extra** behaalde bruto en netto rendement*

*Fondsen met een lage active share zijn bijna identiek aan de index...*

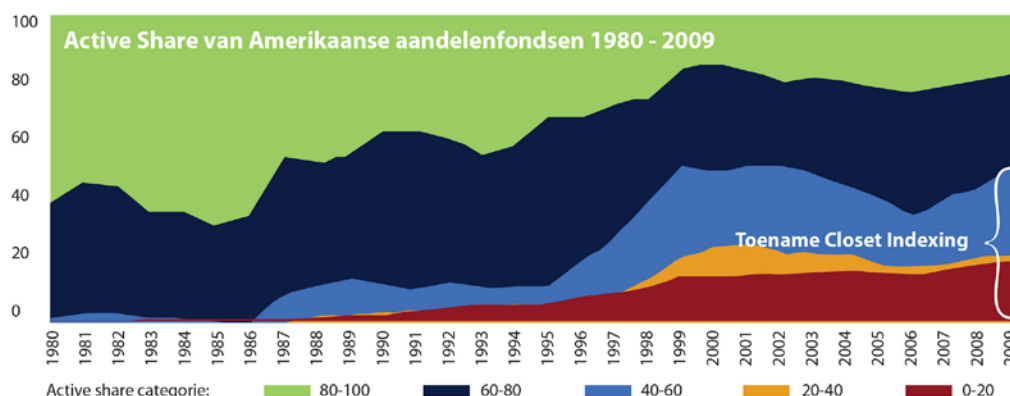
*...deze 'indexknuffelaars' laten vanwege de hogere kosten veelal een relatief mindere performance zien*

*Fondsen die sterk afwijken van de index hebben een grotere kans deze te verslaan*

Het is gebleken dat fondsen met de hoogste active share de grootste kans hebben om een outperformance te laten zien. De active share is daarmee een belangrijk criterium bij de selectie van een fondsmanager. Dat laat onverlet dat fondsmanagers kritisch moeten worden beoordeeld op hun beleggingsprocessen en op welke wijze wordt afgeweken van hun index. Zo is het bijvoorbeeld belangrijk om te controleren of een fonds ook gecorrigeerd voor eventueel extra risico nog steeds in staat is zijn benchmark te verslaan.

De laatste jaren is het aantal fondsen met een lage active share toegenomen. Uit onderzoeken blijkt steeds weer dat een groot deel van beleggingsfondsen slechter presteert dan haar index. Het probleem met deze onderzoeken is echter dat veel van de fondsen die worden onderzocht een lage active share hebben, waarvan op voorhand al duidelijk is dat zij in de praktijk maar weinig kans hebben de markt te verslaan. In plaats van die fondsen kan dan beter een indextracker of een ander fonds worden gekocht.

*Aantal fondsen met hoge active share is de afgelopen 30 jaar flink afgenomen*



De afbeelding toont de toename van het aantal fondsen dat in grote mate de index replicceert. Dit 'Closet Indexing' of Indexknuffelen is de afgelopen jaren in de Verenigde Staten toegenomen.

*Onderzoeken wijzen uit dat meer dan 75% van de beleggingsfondsen het op lange termijn niet beter doet dan de index*

Daarnaast wordt in de onderzoeken wel rekening gehouden met de kosten die de fondsen in rekening brengen, maar worden de kosten die je moet maken om in een index te beleggen niet meegenomen. Overigens hebben veel beleggingsfondsen in verband met het verbod op bestandsvergoedingen de afgelopen maanden hun kosten met veelal meer dan 0,5% verlaagd. Dit zal vanzelfsprekend van invloed zijn op toekomstige vergelijkingen van het rendement van actieve en passieve beleggingen.

In het beleggingsbeleid van Philipse & Co wordt zowel gebruik gemaakt van actieve als passieve beleggingen. Zowel bij aandelen als bij obligaties zijn er op dit moment voldoende redenen om niet volledig de standaard risico's van de markt te willen lopen. Maar daarbij is het evident dat bepaalde actief gemanagede beleggingen bij voorbaat geen enkele waarde zullen toevoegen.

Philipse & Co, opgericht in 1987, is één van de grootste onafhankelijke vermogensbeheerders in Nederland. Al 27 jaar zijn wij vermogensbeheerder en adviseur 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.