



Nieuws

Bezoek aan Japan en Hongkong

In mei heeft een kleine delegatie van Philipse & Co samen met een aantal andere vermogensbeheerders een bezoek gebracht aan Japan en Hongkong. Daar werd gesproken met economen en analisten en een bezoek gebracht aan de Nederlandse ambassade in Tokio en het Japanse parlement. Van deze reis is een verslag gemaakt dat we u op verzoek kunnen toesturen.

Ontwikkelingen in Q2 2016

Verbeterend sentiment werd in 2^e kwartaal volledig teniet gedaan door de Brexit

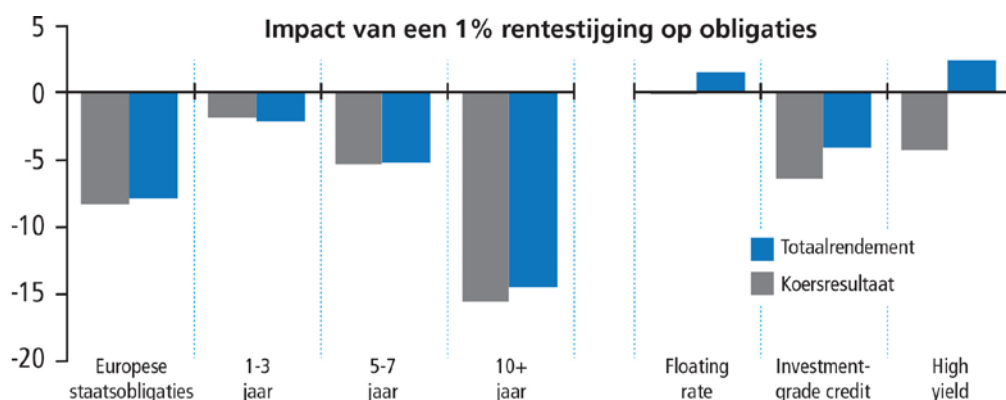
Onder invloed van verder herstellende grondstofprijzen en redelijke macro-economische cijfers verbeterde het sentiment op de financiële markten gedurende het tweede kwartaal aanvankelijk. Door het zeer matige Amerikaanse banenrapport over de maand mei verdwenen bovendien de zorgen over een mogelijk snelle verhoging van de rente door de Fed. De rust werd in de laatste weken van het tweede kwartaal echter behoorlijk verstoord door de onverwachte uitslag van het Britse referendum over het EU lidmaatschap.

Bremain, Brexit, Bregret

Terwijl de angst voor een Brexit en de hoop op een Bremain in korte tijd voor grote tussentijdse koersschommelingen zorgden, was men er tot aan het sluiten van de stemlokalen van overtuigd dat de Britten er voor zouden kiezen om binnen de Europese Unie te blijven. De schok was daarom enorm toen het tegendeel bleek. De aandelenkoersen daalden sterk, evenals het Britse pond. De Amerikaanse dollar, de Zwitserse franc en goud stegen in waarde en de rente op staatsobligaties tot ongekennde diepte. In de laatste dagen van juni herstelden de beurzen enigszins waardoor de schade voor het tweede kwartaal uiteindelijk beperkt bleef.

Obligatiebeleggers worden al jaren verwend met een almaar dalende rente...

... maar wat zijn de effecten als de rente weer gaat stijgen?



De afbeelding geeft de impact weer van een 1% stijging van de lokale rente op de aangegeven indices waarbij er vanuit wordt gegaan dat de zogenaamde spreads gelijk blijven.

In euro's gemeten steeg de MSCI Wereld Index de afgelopen drie maanden met bijna 3% waarmee het verlies voor het jaar tot op heden nog maar 2% bedraagt. De MSCI Europe Index deed het aanzienlijk slechter en verloor gedurende deze periode 2% van haar waarde en noteert per eind juni 13% lager voor het jaar. Tegen de verwachting in presteren de opkomende markten relatief goed, de MSCI Emerging Markets Index staat tot dusver in euro's op een winst van 3%.

Een belegger moet de komende tien jaar € 1,50 per jaar betalen voor elke € 1.000 die hij aan de Duitse overheid uitleent

Het zeer ruime monetaire beleid in Europa en het wegebben van de angst voor renteverhogingen in Amerika zorgden al voor ongekennd lage rentetarieven maar als gevolg van de Brexit daalde het effectieve rendement op 10-jarig Duitse staatsobligaties verder tot -0,15%.

De door Philipse & Co beheerde portefeuilles presteerden in het tweede kwartaal min of meer in lijn met de markt waarbij opgemerkt dient worden dat de tussentijdse verliezen op de zakelijke waarden kleiner waren dan die van de markt. Hierbij beïnvloedde de overweging in Europese aandelen de performance negatief.

Europese aandelen zijn duidelijk lager gewaardeerd maar doen het al lange tijd minder goed dan aandelen van Amerikaanse bedrijven. Al ruim voor het Britse referendum hebben we het risico in de portefeuilles teruggebracht door liquiditeiten op te bouwen en/of door strategieën toe te voegen die minder gevoelig zijn voor bewegingen van de aandelenmarkt. Mede hierdoor fluctueerden de portefeuilles minder heftig dan de markt en kon het tweede kwartaal worden afgesloten met een bescheiden winst. Indien de markten een nieuw evenwicht weten te vinden of indien de aandelenkoersen te ver naar beneden doorschieten waardoor sprake zou zijn van een duidelijke ‘oversold’ situatie, zullen we (een deel van) de liquiditeiten opnieuw beleggen.

Het niet opnemen van staatsobligaties met veelal negatieve rendementen leidt thans tot een underperformance

De vastrentende waarden in onze portefeuilles liepen een deel van hun achterstand in, maar presteren nog steeds minder dan het marktgemiddelde. Dit komt door het niet langer opnemen van staatsobligaties in de portefeuille. Weliswaar stijgen deze obligaties steeds verder door de almaar dalende rente maar we vinden al langer dat het zeer geringe of zelfs negatieve rendement niet voldoende opweegt tegen het enorme risico van koersdalingen (zie afbeelding op blz. 1).

Angst voor de crash

Beleggers schatten de kans op een crash veel hoger in dan gerechtvaardigd is op grond van het verleden

In het algemeen blijken beleggers veel bangere te zijn voor een beurscrash dan op grond van het verleden gerechtvaardigd is. Dit blijkt ook uit een recent onderzoek van Nobelprijswinnaar Robert Shiller van Yale University. Shiller houdt al een kwart eeuw enquêtes onder particuliere en institutionele beleggers waarin hij hen vraagt naar de kans op een beurscrash in de komende zes maanden. Mogelijk wordt het pessimisme van met name particuliere beleggers gevoed door de media. Shiller onderzocht duizenden beursberichten en constateerde dat negatief beursnieuws systematisch meer aandacht krijgt dan positieve berichten op de beurs. Het is de combinatie van tegenvallers op de beurs en de grote aandacht daarvoor in de pers die beleggers een overmatige angst bezorgt voor een crash. Een crash laat zich over het algemeen echter niet voorspellen maar wordt veroorzaakt door een onverwachte gebeurtenis. De kans op zo’n onverwachte (negatieve) gebeurtenis is klein en wordt in de statistiek aangeduid als het zogenaamde staartrisiko (zie hierna).

*Shiller:
“We’re definitely headed for another crash, I just don’t know when”*

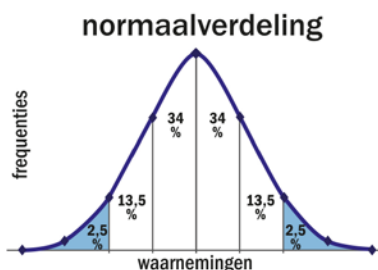
Negatieve berichten op de voorpagina verhogen de angst op een beursimplosie



De media publiceren af en toe onheilspellende berichten. Dit jaar adviseerde een analist van Royal Bank of Scotland alles te verkopen omdat 2016 een catastrofaal jaar zou worden en de olieprijs naar \$16 zou zakken (huidige koers \$48). Ondanks eerdere waarschuwingen van dezelfde analist die volledig onjuist bleken, namen vele media het bericht weer serieus.

Het afgelopen kwartaal hebben we weer ervaren hoe sterk aandelenkoersen kunnen fluctueren. Deze schommelingen vinden echter grotendeels plaats binnen bepaalde bandbreedtes. De ‘standaarddeviatie’ of ‘normaalverdeling’ is een maatstaf die wordt gebruikt om over een bepaalde periode een voorspelling te doen in welke bandbreedte toekomstige rendementen zullen bewegen. Hoe hoger de standaarddeviatie, des te breder de voorspelde bandbreedte en des te hoger de volatiliteit.

Rendementen wijken met een 95% waarschijnlijkheid niet meer dan 2 keer de standaarddeviatie af van het gemiddelde rendement



Een staartrisiko is een statisch zeer kleine kans op een extreme gebeurtenis

De lage rente-omgeving is een uitdaging voor beleggers...

...maar biedt tevens een sterk opwaarts potentieel voor aandelen

Het verschilt per belegger in hoeverre je moet of wilt beschermen tegen grote tussentijdse dalingen

Met behulp van de standaarddeviatie en een gemiddeld rendement kan met een bepaalde procentuele zekerheid vooraf bepaald worden binnen welke grenzen koersen fluctueren. In 95% van de gevallen bevinden de uitkomsten zich binnen twee standaarddeviaties van het verwachte gemiddelde rendement. Bij een standaarddeviatie van bijvoorbeeld 10 en een verwacht gemiddeld rendement van 5% kan met een 95% betrouwbaarheid bepaald worden dat de te verwachten rendementen tussen de -15% en +25% zullen liggen (5-2x10 respectievelijk 5+2x10). Er kunnen zich echter onvoorziene of onvoorziebare omstandigheden voordoen die tot grotere uitslagen leiden. Dit zijn de zogenaamde 'Black Swans', zoals bijvoorbeeld de aanslagen op 11 september 2001 en de kredietcrisis van 2008.

In een dergelijk uitzonderlijk geval kunnen de verliezen dus veel groter zijn dan berekend met behulp van de van toepassing zijnde standaarddeviaties. Dit noemen we staartrisiko of 'tail risk'. Het is een statistisch zeer kleine kans van 2,5% dat de uitkomst aanmerkelijk slechter uitvalt dan je normaal gesproken (in 95% van alle gevallen) in een periode kunt verwachten. Maar er is een even grote kans op een grote positieve uitschieter. Het gaat om onwaarschijnlijke zaken die werkelijkheid kunnen worden en dan enorme gevolgen hebben. De Brexit was een voorbeeld van een extreem onverwachte gebeurtenis. Vlak voordat de uitslag van het referendum bekend werd, ging bijna niemand er vanuit dat de Engelsen met meerderheid tegen de Europese Unie zouden stemmen.

De zeer lage rente en het onzekere monetaire beleid creëren een beleggingsomgeving met nieuwe onzekerheden. Daar tegenover staat dat aandelen in deze omgeving bij uitstek de beleggingscategorie is die de komende jaren voor het rendement in de portefeuille kan zorgen. Ook al zijn er zorgen over het onderliggende fundament van de economie, beleggers worden bijna gedwongen hun toevlucht te nemen tot aandelen en andere risicovollere beleggingscategorieën. De enorme steun van overheden en centrale banken leidt tot een ongekende opwaartse kracht voor aandelen die met name in de VS al jarenlang tot goede resultaten heeft geleid.

Beleggen is geen wetenschap waarin we exact en modelmatig kunnen bepalen hoe de toekomst zal verlopen. Het is vooraf niet duidelijk welke risico's zich daadwerkelijk zullen manifesteren en hoe de portefeuille daarop zal reageren. Gebeurtenissen uit het verleden zijn een goede leidraad maar geven geen volledige bescherming tegen die kleine kans dat het totaal anders verloopt dan men had kunnen verwachten. In verband met de effecten op met name de korte termijn, is het verstandig in het beleggingsbeleid altijd rekening te houden met staartrisico's. Welke gevolgen heeft een weliswaar heel kleine kans dat er een grote gebeurtenis of zelfs drama plaatsvindt?

Het hangt van de persoonlijk situatie en emotie van de belegger af in welke mate men de portefeuille tegen deze staartrisico's wenst te beschermen. Bescherming kost geld, zeker op lange termijn, maar geeft wel rust in die uitzonderlijk gevallen waarin grote dalingen plaatsvinden. Een lange beleggingshorizon en een beleggingsportfolio verspreid over meerdere beleggingscategorieën is uiteindelijk de meest kosteneffectieve methode om rendement na te streven in goede tijden en je goedkoop en flexibel te beschermen tegen extreme gebeurtenissen.

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.