



Ontwikkelingen in Q3 2015

De aandelenmarkten kenden een zeer slecht derde kwartaal en werden met name gedomineerd door zorgen over de Chinese groei. Alhoewel de economische cijfers uit China al langere tijd verzwakken, ontstond veel onrust nadat de centrale bank de Renminbi onverwacht devalueerde. Het bleek een katalysator voor een toch al kwetsbare markt en veroorzaakte een slagveld op de grondstoffenmarkt, zette de valuta's van veel opkomende landen sterk onder druk en zorgde voor grote koersdalingen op de internationale aandelenmarkten.

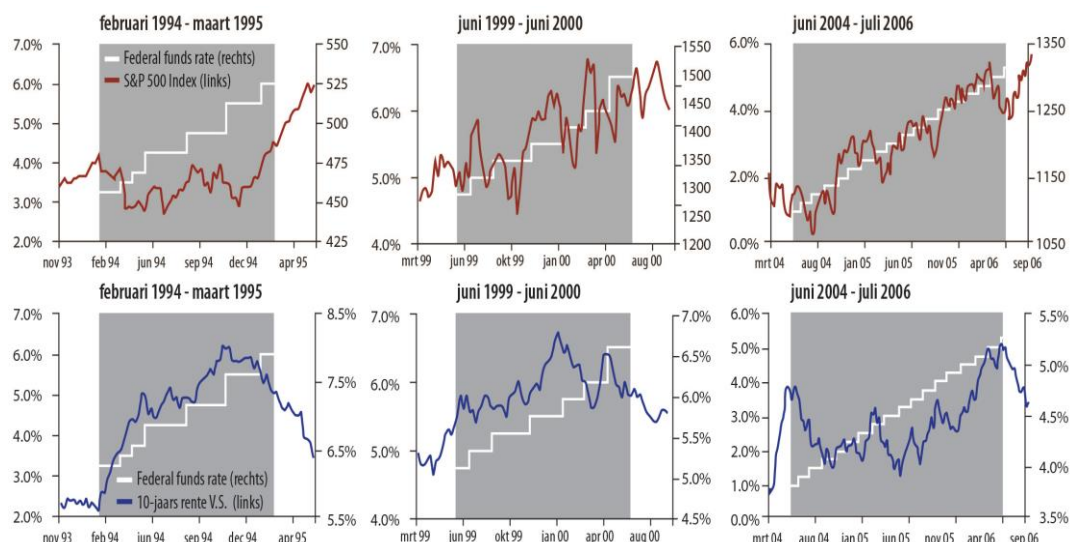
Een kortstondig herstel dat eind augustus inzette, werd verstoord door de centrale bank van Amerika (de Fed) die een renteverhoging nogmaals uitstelde. Niet het uitblijven van de renteverhoging zelf, maar met name de achterliggende reden zorgde opnieuw voor een zwak sentiment. Terwijl het monetaire beleid van de Amerikaanse centrale bank zich normaal slechts richt op interne prijsstabiliteit en optimale werkgelegenheid, liet ze de rente nu ongemoeid vanwege de internationale economische omstandigheden en de onzekerheid op de financiële markten. 'Dieselgate', het schandaal rond Volkswagen en zorgen over het voortbestaan van grondstofbedrijf Glencore droegen verder bij aan het slechte sentiment.

De jaarwinsten van de meeste aandelenbeurzen zijn het afgelopen kwartaal volledig ingeleverd

'Vorsprung durch Betrug'

Een geleidelijk pad van renteverhogingen heeft doorgaans een positief effect op aandelenkoersen

Stijgende rentevoeten weerspiegelen een verbeterend economisch klimaat



De vorige drie cycli van renteverhogingen door de Fed leidde, zoals verwacht, tevens tot een oplopende 10-jaarsrente (blauwe lijn). De geschiedenis toont aan dat renteverhogingen (witte lijn) gepaard gaan met oplopende aandelenkoersen (rode lijn = S&P Index).

De Amerikaanse S&P 500 staat per eind september op -7%

De gevolgen voor de aandelenmarkten waren groot. Zowel de MSCI World Index als de MSCI Europe Index verloren de afgelopen drie maanden circa 10% en staan voor het jaar weer op of onder nul. De index voor de opkomende markten deed het nog slechter en leverde de afgelopen drie maanden bijna 19% in, waarmee de teller in dollars voor het jaar op -10% staat.

Terwijl de Amerikaanse dollar in tijden van stress vaak als vluchthaven fungeert, bood ze dit keer geen compensatie en eindigde het kwartaal per saldo onveranderd. Alhoewel de rentes op de kapitaalmarkten wat daalden en de koersen van obligaties opliepen, waren de winsten te beperkt om tegenwicht te bieden aan de verliezen op aandelen. Het rendement op de Europese AAA obligatie-index bedraagt per eind september +0,7%.

Sterke outperformance van long/short managers

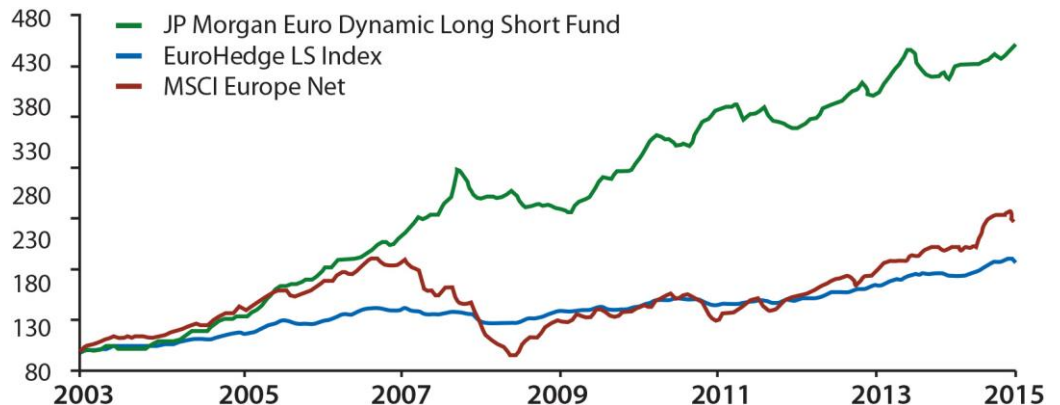
De door Philipse & Co beheerde portefeuilles konden zich in het derde kwartaal niet onttrekken aan de minicrash maar de dalingen waren duidelijk minder groot dan die van de markt. Dit is vrijwel volledig toe te schrijven aan goede resultaten van de door ons geselecteerde long/short managers. Ze wisten hun relatieve underperformance van het eerste half jaar, in het derde kwartaal juist om te zetten in een sterke outperformance.

Met name sterke outperformance in neergaande markten

Zo steeg de koers van het JP Morgan Euro Dynamic Long Short Fund de afgelopen drie maanden met bijna 8%, terwijl de benchmark van het fonds, de MSCI Europe Index, met ruim 10% daalde. Het fonds staat daarmee op een plus van 13% tegenover een inmiddels vrijwel onveranderde index.

De long/short managers, waarin we al vele jaren belegd zijn, blijven in sterk opgaande markten veelal achter bij het marktgemiddelde, maar weten in neergaande markten de verliezen te beperken of zelfs geld te verdienen. De onderstaande grafiek laat zien dat dit op lange termijn bovengemiddelde resultaten kan opleveren, met minder risico.

Sinds start in 2003 behaalde het fonds een gemiddeld jaarresultaat na kosten van 14%



De resultaten van het JP Morgan Europe Dynamic Long Short Fund zijn na kosten en worden vergeleken met de MSCI Europe index na herbelegging van dividend en een vergelijkbare long/short index. Zie ook de Nieuwsbrief van april 2012 op onze website.

Vooruitzichten onzekerder geworden

We houden er rekening mee dat de markten onrustig zullen blijven (zie ook hieronder) en zijn voornemens om het belang in alternatieven wat uit te breiden ten laste van onze aandelenpositie om hiermee het marktrisico in de portefeuille terug te brengen. Aangezien de markten volgens een aantal door ons gehanteerde indicatoren eind september extreem 'oversold' waren, wachten we daarmee echter op een gunstiger moment.

2013

2015



De Chinese economie kent een grillig verloop

De verwachting is dat het herstel in Europa zal doorzetten, zij het op een wat lager tempo dan gehoopt. Ook de groei van de Amerikaanse economie zal waarschijnlijk wat trager verlopen. China bevindt zich in een enorm transitieproces waarbij een op export en investeringen gebaseerde economie overgaat naar een economie die meer gedragen wordt door binnenlandse vraag. Een dergelijk proces gaat met horten en stoten en de groeicijfers zullen waarschijnlijk blijvend lager zijn dan we gewend waren. Er zijn delen in de Chinese economie waar al sprake is van een recessie, maar de consumentenbestedingen groeiden het afgelopen kwartaal weer met meer dan 10%. Bovendien zal de Chinese overheid er alles aan doen om te voorkomen dat de economie tot stilstand komt en daartoe heeft ze ook nog voldoende middelen beschikbaar.

Verhoogde volatiliteit, verminderde liquiditeit

In het afgelopen kwartaal was sprake van uitzonderlijke prijsbewegingen op zowel de aandelen- als obligatiemarkt. In augustus schoot de Amerikaanse volatiliteitsindex (VIX) omhoog tot het niveau van 40, het hoogste in vier jaar. Tegelijkertijd maakten de aandelenbeurzen voor het eerst sinds 2011 dalingen van meer dan 10% mee.

Het monetair beleid heeft risicovrije rendementen zoals spaargeld sterk verlaagd waardoor beleggers meer risico zijn gaan nemen

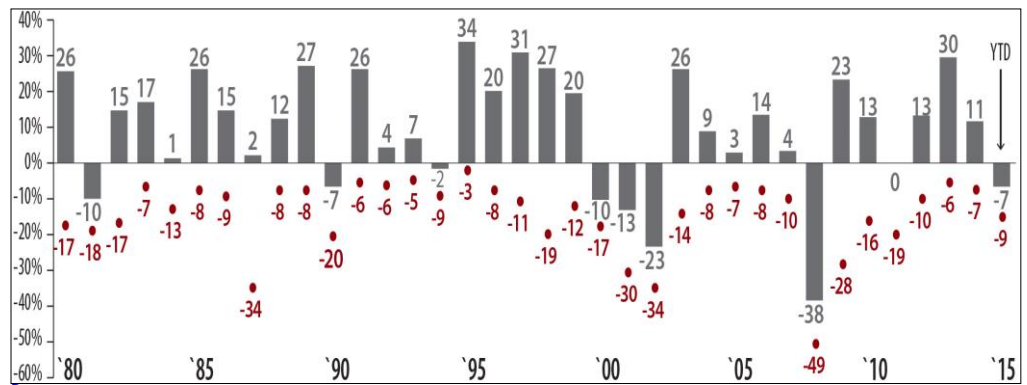
De toegenomen volatiliteit op financiële markten volgt op een periode waarin deze lange tijd uitzonderlijk laag was. Dit is voornamelijk het gevolg van het monetaire beleid van veel centrale banken dat gedurende de crisis steeds verder werd verruimd. Door de financiële markten bij slecht nieuws telkens ruimhartig te ondersteunen met enorme hoeveelheden liquiditeiten heeft men de onrust lange tijd kunnen dempen.

Ondanks het creëren van deze zeer ruime monetaire condities, zijn er aanwijzingen dat de liquiditeit op sommige financiële markten juist is verslechterd. Een belangrijke oorzaak van de verminderde markliquiditeit is dat banken hun handelsactiviteiten noodgedwongen hebben terugschroefd. Na de kredietcrisis hebben banken strengere eisen opgelegd gekregen waardoor ze een minder grote rol als tussenpersoon kunnen spelen. Waar banken voor de crisis vaak een ruime voorraad van verschillende soorten obligaties aanhielden om een actieve markt voor kopers en verkopers te ondersteunen, doen ze dat nu veel minder. Nieuwe regelgeving voor banken, zoals de eisen om meer kapitaal aan te houden en strengere liquiditeitseisen, hebben het financiële stelsel structureel versterkt en hebben banken weerbaarder gemaakt voor grote liquiditeitsschokken. De liquiditeit op de obligatiemarkt is hierdoor echter verminderd.

*Verminderde markliquiditeit
vergroot de volatiliteit op
financiële markten*

*Goede conditie aandelenmarkt is,
met name in Europa, nog steeds
intact ...*

*... met ruimte voor verdere
koerstijgingen maar met een
grotere volatiliteit*



De afbeelding toont de jaarresultaten van de Amerikaanse S&P Index (grijze kolom) sinds 1980. De rode punten geven de jaarlijkse dalingen van het hoogste tot het laagste punt gedurende een jaar weer. Ondanks inter-jaarlijkse dalingen van gemiddeld 14% zijn de jaarresultaten positief geweest in 27 van de 35 jaar.

Mogelijk zijn ook de aankopen van staatsobligaties door centrale banken van invloed op de markliquiditeit. Centrale banken kopen staatsobligaties op om de inflatie terug te brengen naar het gewenste niveau en de economie te ondersteunen. Deze aankopen vergroten de geldhoeveelheid in de economie, maar verminderen de hoeveelheid vrij verhandelbare obligaties. Op termijn kan dit leiden tot schaarste en daarmee tot een afname van de markliquiditeit.

*Het einde van het huidige
nulrentebeleid is een signaal dat
de economie gezonder wordt ...*

*... maar zal tot meer volatiliteit
leiden*

Het is al bijna tien jaar geleden sinds de Fed de rente voor het laatst heeft verhoogd en de markten maken zich inmiddels op voor het begin van een nieuwe cyclus renteverhogingen. Het wordt steeds waarschijnlijker dat de beleidsrente in de VS nog dit jaar wordt verhoogd en de Bank of England zou daarna wel eens snel kunnen volgen. Nu een aantal centrale banken mogelijk gaandeweg een einde zal maken aan deze buitengewone periode van zeer ruim monetair beleid, gaan beleggers zich steeds meer realiseren dat de beurs niet langer immuun is voor slecht nieuws. Het ziet er dan ook naar uit dat de volatiliteit op de financiële markten de voorlopig hoog zal blijven.

*Het voorkomen van grote
schokken in de portefeuille,
verkleint de kans op irrationele
beleggingsbeslissingen in tijden
van grote stress*

Hoge volatiliteit kan tot ondoordachte beleggingsbeslissingen leiden. Immers, kudgedrag zorgt er telkens weer voor dat beleggers massaal instappen op de top van de markt en verkopen op het dieptepunt. Een goed gediversifieerde portefeuille is daarom belangrijk. Hiermee kunnen grote schokken worden beperkt zonder dat dit afbreuk hoeft te doen aan een goed lange termijn rendement. Wel moet er rekening mee worden gehouden dat bepaalde beleggingscategorieën, die normaal gesproken negatief met elkaar gecorreleerd zijn, in tijden van crisis tijdelijk eenzelfde richting op kunnen gaan.

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.