



## Ontwikkelingen Q3 2024

### *Volatiel 3<sup>e</sup> kwartaal*

De financiële markten kenden de afgelopen drie maanden een volatiele periode, maar eindigden uiteindelijk veelal in de plus. In eerste instantie zorgden meevallende inflatiecijfers en een groeiende overtuiging dat de Amerikaanse centrale bank in staat zal zijn om de economie een zogenaamde zachte landing te bezorgen, voor verder oplopende koersen. Eind juli draaide het sentiment echter scherp en daalden de koersen op veel markten in korte tijd. In de eerste plaats vielen de winstcijfers van een aantal grote technologiebedrijven enigszins tegen en ontstond er twijfel over de vraag of en wanneer de enorme investeringen in kunstmatige intelligentie hun vruchten gaan afwerpen. Tegenvallende consumentenbestedingen zorgden ook voor onzekerheid over de kracht van de Amerikaanse economie en door een onverwachte verhoging van de rente in Japan, draaiden veel handelaren hun zogenaamde carry trades terug.

*Een carry trade is een valutaconstructie waarbij geleend wordt in een land met een lage rente (Japan) en dit bedrag vervolgens belegd wordt in een land met een hogere rente (zoals de V.S.)*

### *Renteverlagingen zorgden wederom voor stijgende koersen*

Doordat de koers van de Japanse yen snel opliep ten opzichte van de dollar en veel andere valuta, ontstond er op veel aandelenbeurzen onrust. Geruststellende woorden van de Japanse centrale bank, een reeks aan cijfers die de veerkracht van de Amerikaanse economie bevestigden en renteverlagingen in zowel Europa (-0,25%) als in Amerika (-0,50%) zorgden er voor dat de verliezen in slechts een paar weken tijd weer waren weggewerkt.

*Grote bewegingen op de beurs en zoals Peter Lynch schreef: "You get recessions, you have stock market declines. If you don't understand that's going to happen, then you're not ready and you won't do well in the markets"*

Na een tussentijds verlies van 9% steeg de in euro's gemeten MSCI Wereld Index het derde kwartaal uiteindelijk met ruim 1,5% en komt de winst voor het jaar inmiddels op bijna 16% uit. De winst van deze index werd aanzienlijk beperkt door het verlies van de Amerikaanse dollar, die de afgelopen drie maanden met bijna 4,5% daalde ten opzichte van de euro. De MSCI Europe Index liet een vergelijkbaar verloop zien en verloor tussentijds 7% van zijn waarde om het kwartaal af te sluiten met een winst van 2%. Daarmee staat de winst voor deze index dit jaar op 9%. Mede door de zwakkere dollar kenden de opkomende markten een goed kwartaal en steeg de MSCI Emerging Market Index de afgelopen periode met 3% en bedraagt de jaarwinst tot dusver 13%.

Mede door de renteverlagingen aan beide zijden van de oceaan en de verwachting dat de centrale banken hiermee door zullen gaan, stegen de koersen van obligaties. De Europese obligatie-index nam het derde kwartaal maar liefst 3,75% in waarde toe en daarmee werd het verlies voor het jaar meer dan ongedaan gemaakt en staat de index op een winst van 2,50%.

Na tussentijdse verliezen sloten ook de door Philipse & Co beheerde portefeuilles het kwartaal met winst af, waarbij zowel de pure aandelenbeleggingen als de vastrentende waarden iets minder presteerden dan het marktgemiddelde. Het achterblijven van de aandelenbeleggingen werd voornamelijk veroorzaakt door sectorrotatie, waardoor de op groei gerichte aandelen achterbleven bij de meer cyclische aandelen. De korte looptijd van een aantal van onze vastrentende beleggingen en de dalende koers van de dollar zorgden voor het iets achterblijven van dit deel van de portefeuille. Maar na een relatief sterke periode in de eerste jaarhelft laat het vastrentende deel van onze portefeuilles over het jaar nog steeds een outperformance zien.

## Mutaties beheerportefeuilles

Gedurende het kwartaal hebben er in diverse portefeuilles mutaties plaatsgevonden. Om de lichte overweging in aandelen wat terug te brengen en omdat de resultaten van het Comgest Growth European Smaller Companies Fund blijven teleurstellen, hebben wij in september het belang in deze manager voor alle mandaten verkocht. Gezien de relatief beperkte looptijd van onze vastrentende beleggingen en omdat de inflatie over haar hoogtepunt heen lijkt te zijn, hebben wij met de opbrengst een Nederlandse Staatslening met een looptijd van 10 jaar gekocht.

*Na een correctie in het aandeel ASML werd een belang opgenomen*

Begin september werd eveneens besloten om voor de diverse portefeuilles, waarin ook individuele aandelen worden aangehouden, de positie in Signify te verkopen en een belang te nemen in ASML. De prestaties van het eerste aandeel vielen al langere tijd tegen en wij wilden daarnaast graag gebruik maken van de recente koersdaling van ASML, die op dat moment naar onze mening overdreven was.

## Beleggen in aandelen; veelal passief

*Doordat passief beleggen zich richt op het volgen van de markt, zijn er geen kosten voor onderzoek en analyses van individuele aandelen of obligaties*

*Zijn er in een bepaalde regio of sector geen aantoonbare argumenten om voor een actieve fondsmanager te kiezen dan zou indexbeleggen de basiskeuze moeten zijn*

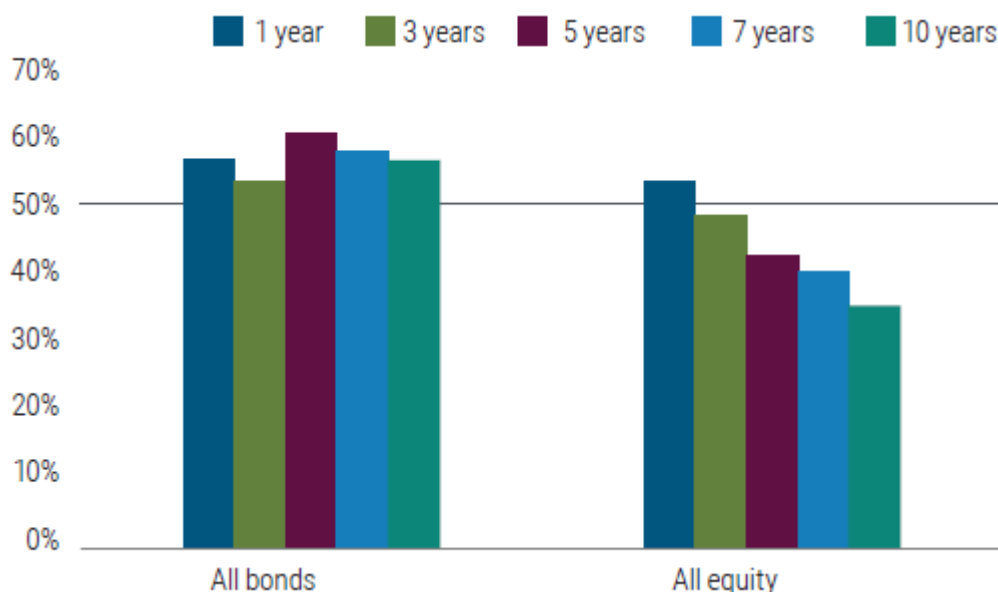
Actief beleggen is een beleggingsstrategie waarbij je actief op zoek gaat naar beleggingen waarvan je verwacht dat ze een hoger dan gemiddeld rendement opleveren. Dit kan door zelf individuele titels uit te zoeken, maar ook d.m.v. een beleggingsfonds dat actief beheerd wordt. Bij passief beleggen daarentegen volg of 'track' je een bepaalde index. Passief beleggen kan via een indexfonds of in een ETF (Exchange Traded Fund). Actief en passief beleggen hebben hun specifieke voor- en nadelen.

### Voordelen van passief beleggen in aandelen

Passief beleggen is een zeer efficiënte manier van beleggen, is overzichtelijk en is goed gespreid, doorgaans goed verhandelbaar en de kosten zijn laag. Daarnaast tonen onderzoeken almaar aan dat maar een beperkt aantal aandelenfondsen er op lange termijn in slaagt een hoger rendement te behalen dan de index (de benchmark). Deze lage score is overduidelijk maar is enigszins vertekend omdat in deze onderzoeken de kosten van het indexbeleggen vaak niet zijn meegenomen.

Daarnaast wordt in de onderzoeken naar *alle* beleggingsfondsen gekeken terwijl (vooraf) eigenlijk al snel duidelijk is dat veel van deze fondsen in de praktijk helemaal niet zo actief zijn. Met een gebrek aan focus en een samenstelling van de portefeuille die in de praktijk slechts gering afwijkt van de benchmark, is het na kosten zelden mogelijk de index te verslaan. 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 heel beperkt.

*Het lukt veel actieve obligatiefondsen beter te presteren dan de index (score > 50%), terwijl dat voor actieve aandelenfondsen steeds weer een uitdaging blijkt*



*Actieve obligatiebeleggingen presteerden na kosten consequent en aanzienlijk beter dan hun passieve equivalenten en versloegen hun benchmarks over meerdere perioden. Bron Morningstar 31 december 2020, V.S. ETF en V.S. beleggingsfondsen (institutionele aandelenklasse).*

*Zonder focus of specialisme is de kans klein de index bij te houden, laat staan te verslaan*

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. In de minder efficiënte markten zal het effect van succesvolle actieve aandelenbeleggers groter zijn.

*Een voordeel van een tracker is dat wie in een bepaalde index wil beleggen, niet alle daarin opgenomen aandelen hoeft te kopen, maar met één aankoop kan volstaan*

*Het nadeel is dat je bij aankoop van een tracker niet alleen belegt in de goede aandelen van een index maar ook in de mindere aandelen*

*De markt voor passief beleggen wordt gedomineerd door twee grote spelers, de Amerikaanse aanbieders BlackRock en Vanguard*

*De verschillen in kosten tussen actieve en passieve beleggingen zijn klein bij obligaties*

### Nadelen van passief beleggen in aandelen

Ondanks dat passief beleggen in aandelen vaak een beter resultaat oplevert (zie ook afbeelding op vorige pagina), pleit niet alles ervoor om 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 defensievere aandelen te nemen.

Ook levert passief beleggen niet altijd de beste verhouding op tussen risico en rendement. Door de wereldindex te volgen, wordt geen afweging gemaakt welke aandelen relatief duur en welke relatief aantrekkelijk geprijsd zijn. In een index kunnen soms zware wegingen ontstaan in een land, sector of in een aantal aandelen van een paar grote bedrijven. Eind jaren 80 bijvoorbeeld, hadden Japanse bedrijven als gevolg van jarenlang optimisme bij beleggers een gewicht van bijna 50% in de wereldindex (nu nog maar 6%). En een vergelijkbaar beeld zien we nu met de V.S. die inmiddels ruim 65% van de wereldindex uitmaken.

## Beleggen in obligaties; veelal actief

In tegenstelling tot actieve aandelenfondsen heeft de gemiddelde actieve obligatiemanager juist beter gepresteerd dan passieve alternatieven, zowel over verschillende perioden als in verschillende obligatiecategorieën (zie afbeelding vorige pagina). Komend uit een zeer lage rente-omgeving heeft Philipse & Co al jaren de nadruk gelegd op actieve obligatie beleggingsstijlen. Naast vele onderzoeken zijn het ook onze eigen ervaringen die aantonen dat actief beleggen in obligaties loont. Er zijn verschillende redenen waarom actieve obligatiebeleggers succesvoller kunnen zijn dan actieve aandelenbeleggingen:

**Nieuwe emissies** In de obligatiemarkt worden er veel nieuwe emissies gedaan. Jaarlijks verandert een obligatie index circa 20% doordat obligaties aflopen en er nieuwe obligaties worden geëmitteerd. In een aandelenindex is dat percentage jaarlijks heel laag. Daarnaast wordt bij een emissie vaak een premie gegeven om beleggers over de streep te trekken om in te schrijven. Door hier actief op in te spelen kan extra rendement worden behaald. De passieve beheerder vist achter het net omdat, als de nieuw uitgegeven obligatie na een tijd in een index wordt opgenomen, de premie er al uit is gelopen.

**Selectie debiteuren** Actieve beheerders zijn selectiever in wat ze kopen dan passieve fondsen, die de index nauwkeurig moeten volgen. Een actieve beheerder kan debiteuren (landen en bedrijven) die veel geld lenen, mijden. Een passieve beheerder heeft deze keuze niet en heeft zo een groot percentage in landen die veel schulden hebben, zoals in Zuid Europa. In indices worden soms interessante obligatiesectoren uitgesloten terwijl bijvoorbeeld landen met de grootste schulden, die relatief veel obligaties hebben uitstaan, een grotere weging krijgen in de index.

**Handel in obligaties** Het aankopen van obligaties gaat veelal 'over-the-counter' en vindt niet of nauwelijks plaats op de beurs. Op de aandelenbeurs kan met een druk op de knop een aandeel gekocht of verkocht worden. Obligaties kennen veel meer verhandelbare varianten en de prijsvorming is meer maatwerk. De bied-laag spread is dan ook vaak groter dan die bij aandelen. Daarbij worden aandelen nagenoeg door iedereen gekocht met een winsttoegmerk, maar wordt in de obligatiehandel lang niet altijd winstmaximalisatie nagestreefd. Hier gaat het bijvoorbeeld om centrale banken die obligaties kopen om de markten te stabiliseren.

**Diverse markt** De obligatiemarkt is veel groter en meer divers dan de aandelenmarkt. Zo is er vaak maar één aandeel van een bedrijf maar er zijn soms wel 100 of meer verschillende obligaties van een bedrijf, met verschillende looptijden en verschillende voorwaarden en zekerheden. In een obligatie-index zitten soms wel 10.000 verschillende obligaties terwijl dat er bij een aandelenindex meestal slechts enkele honderden posities zijn, of nog aanzienlijk minder.