



DE GROENE REVOLUTIE KOMT NAAR ONS TOE

APG-EXPERT KRUSE: HET BEGINT MET DE DEFINITIE

PAGINA 16 -18

**MODELPORTEFEUILLES
GROOTBANKEN VERGELEKEN**
PAGINA 6-9

**TOEPASSING KUNSTMATIGE
INTELLIGENTIE OVERSCHAT**
PAGINA 39-40

**ACHTER HET PROTECTIONISME
SCHUILT STRIJD OM DE MACHT**
PAGINA 41-50

vanguard

ZELFSTANDIG NAAMWOORD

1. Een groep mensen die voorop loopt bij nieuwe ontwikkelingen of ideeën.
2. Een positie in de voorhoede van nieuwe ontwikkelingen of ideeën.
3. Een van 's werelds grootste vermogensbeheerders.



De waarde van beleggingen en de inkomsten daaruit kunnen zowel dalen als stijgen en het is mogelijk dat beleggers minder dan hun aanvankelijke belegging terugkrijgen.

vanguard.nl/defininginvestment

020 575 2580

Vanguard definieert beleggen



Vanguard[®]

VOORWOORD

Oktober 2011 deed de Autoriteit Financiële Markten (AFM) de grond onder de voeten van banken en assetmanagers schudden. Zij bracht de 'Leidraad actief en passief beleggen in het belang van de klant' uit. De kern van de boodschap: 'actief is niet per definitie beter dan passief beleggen en andersom.'

In de beleggingsdienstverlening was de wereld te klein: waar bemoeide de AFM zich mee? De AFM was geen toezichthouder, maar een vooringenomen scheidsrechter, zoals bestuurder Theodor Kockelkoren die had gezegd dat de klant nog vaak 'knollen voor citroenen wordt verkocht'.

De leidraad was een psychologisch belangrijke stap in de rol die de toezichthouder zich toe-eigende. De AFM nam het vanaf nu stevast op voor de eindklant: geen ondoorzichtig systeem van retrocessies meer; het was afgelopen met binaire opties en gestructureerde producten in standaardportefeuilles; er werd gewaarschuwd voor crypto's, terwijl bovendien advies wordt ontmoedigd en beheer gestimuleerd. Doelbeleggen werd de mantra van de AFM.

De beleggingsdienstverlening heeft gejammerd, gemord, getierd en gevloekt, maar vervolgens heeft zij zich ook vergaand geprofessionaliseerd. Er zijn binnen de banken centraal geleide teams gekomen waar het beleggingsbeleid wordt geformuleerd en de modelportefeuilles geconstrueerd. Zowel de langetermijndoelen van de klant als zijn risicotolerantie worden telkens weer getoetst. Dientengevolge is de prijs-kwaliteitverhouding van de dienstverlening voor de klant verbeterd.

Niet minder belangrijk is de toenemende openheid van de grootbanken over hun macro-economische visie, hun beleggingsbeleid, hun assetallocatie en hun portefeuilleconstructies. Het is namelijk door openheid en transparantie dat banken het maatschappelijke vertrouwen kunnen herstellen.

Fondsnieuws — dat zichzelf de missie heeft gesteld van 'de markt vooruithelpen' — ziet daarin voor zichzelf ook een rol weggelegd. Daarom zijn wij vorig jaar met alle grootbanken het gesprek aangaan of zij bereid waren mee te werken aan een reguliere analyse van hun beleid, in casu hun modelportefeuilles. Die bereidheid was er, al bleef de koudwatervrees niet uit. (Netto)rendementen en kosten is namelijk een complexe combinatie. Voor dat je het weet, worden appels met peren vergeleken. Met dat risico in het achterhoofd zijn we een onderzoeksproject gestart naar een neutrale portefeuille van de vier Nederlandse grootbanken. Daarbij waren voor ons de rendementsverschillen minder zwaarwegend — want een momentopname — dan de beleggingskeuzes en de portefeuilleconstructies. Wat ons bij alle beperkingen van een portefeuilleconstructie opviel, is dat er nog vele wegen zijn die naar Rome leiden. Oordeelt u zelf maar in dit magazine en voor wie echt het naadje van de kous wil weten, raad ik aan te surfen naar fondsnieuws.nl.

CEES VAN LOTRINGEN IS HOOFDREDACTEUR EN MEDEOPRICHTER VAN FONDSNIEUWS. WILT U REAGEREN OP (ARTIKEL)EN IN) DIT MAGAZINE, MAIL DAN NAAR CEES.VANLOTRINGEN@FONDSNIEUWS.NL



COLOFON

Hoofdredacteur Fondsnieuws

Cees van Lotringen

Eindredactie

Barbara Nieuwenhuijsen

Correctie

Féri Roseboom

Vormgeving

Tineke Hoogenboom

Aan deze editie werkten verder mee

Frank van Alphen, Lenneke Arts, Patrick Beijersbergen, Jeroen Boogaard, Han Dieperink, Harm Luttikhedde, Paul Mouwes (grafieken), Auke Plantinga, Arnoud Veilbrief.

Sales

Diederik Klaus (diederik.klaus@fdmedia-groep.nl)

Contact

redactie@fondsnieuws.nl

ABONNEMENTEN

Wilt u dit magazine 6x per jaar thuis ontvangen en bovendien onbeperkt toegang tot alle vakinformatie van Fondsnieuws? Neem dan een FN Totaal-abonnement voor slechts €249 (excl. btw) per jaar. Voor een overzicht van alle mogelijkheden ga naar www.fondsnieuws.nl/abbonnementen.

FONDSNIEUWS

Fondsnieuws is een initiatief van de FD Mediagroep dat zich richt op beleggingsstrategieën en vermogensregie.

De inhoud van dit magazine dient nadrukkelijk niet te worden opgevat als beleggingsadvies.

Het volgende magazine verschijnt op 27 juni 2018.

INHOUD

DE GROENE REVOLUTIE KOMT NAAR ONS TOE

PAGINA 16-18



FOTO: BINH TRAN

IEDERE BANK EEN EIGEN METHODE

Wie vermogen wil opbouwen, kan bij de meeste banken terecht voor een modelportefeuille met beleggingsfondsen. De inrichting hiervan verschilt flink bij Rabobank, Van Lanschot, ING en ABN Amro.

PAGINA 6-9



DE MUZIEK SPEELT DOOR

De nog altijd hoge waarderingen hangen als een zwaard van Damocles boven de markt. En er zijn nog tal van andere signalen die onheil voorspellen. Toch blijven velen positief gestemd.

PAGINA 10-11



GAAT DE ROBOT DE MENS VOORBIJ?

We zitten nog mijlenver af van de computer die alles weet en taken van de mens overneemt, zegt de een. Volgens de ander is die stap echter helemaal niet zo groot meer, maar biedt dit ook kansen.

PAGINA 39-40



EN VERDER

HET BLIJFT TOBBEN MET EUROPESE BANKAANDELEN

De markten zijn vooruitgelopen op de fantasie dat Europese bank aandelen zouden stijgen doordat de rente stijgt.

PAGINA 36-37

SCHULD IN LOKALE VALUTA IS FAVORIET

Experts verwachten wederom een positief jaar voor obligaties uit opkomende landen. Volatiele wisselkoersen zijn wel een risico.

PAGINA 14-15

TRIODOS VERDUURZAAMT BELEGGINGSBELEID

Triodos IM wil alleen nog beleggen in bedrijven die positief bijdragen aan de transitie naar een betere wereld.

PAGINA 28-30

THEMA: PROTECTIONISME: EEN AANVAL OP HET STELSEL

Achter de aangekondigde protectionistische maatregelen van de VS en China gaat de macht om de wereldheerschappij schuil.

PAGINA 41-50

RUBRIEKEN

FAVORIETE GRAFIEK.....	13
INTERVIEWS	16-18, 28-30
COLUMN	19
DE PASSIE VOOR BELEGGEN.....	22-23
WET- EN REGELGEVING	38
THEMA.....	41-50

OBLIGATIES ZIJN NIET NIEUW. MAAR VERNIEUWEN KAN ALTIJD.

ONTDEK NIEUWE MOGELIJKHEDEN IN OBLIGATIES ▶

De markten staan niet stil en wij ook niet. Bij PIMCO zijn we van mening dat de beste manier van beleggen op overtuiging stoelt. Dus niet alleen traditionele strategieën overwegen, maar ook verder kijken. Niet alleen kansen voor beleggers zoeken, maar ze creëren. En te luisteren naar onze klanten, om ze te helpen, zodat zij in elke omgeving hun doelen bereiken.

nl.pimco.com

Alle beleggingen bevatten risico's en kunnen waarde verliezen.

PIMCO Europe Ltd (ondernemingsnummer 2604517 en PIMCO Europe Ltd - Italy (ondernemingsnummer 07533910969) zijn erkend door en staan onder het toezicht van de Financial Conduct Authority (25 The North Colonnade, Canary Wharf, London E14 5HS) in het Verenigd Koninkrijk. Het filiaal in Italië staat bovendien onder het toezicht van de Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB) in overeenstemming met artikel 27 van de Italiaanse CONSOB-wet. De diensten en producten van PIMCO Europe Ltd zijn alleen beschikbaar voor professionele cliënten als bedoeld in het Financial Conduct Authority's Handbook en zijn niet beschikbaar voor individuele beleggers, die zich niet moeten verlaten op deze mededeling. PIMCO is in de Verenigde Staten en wereldwijd een handelsmerk van Allianz Asset Management of America L.P ©2018, PIMCO.

BEHEERPORTEFEUILLES

PORTEFEUILLECONSTRUCTIE

Wie vermogen wil opbouwen, kan bij de meeste banken terecht voor een modelportefeuille met beleggingsfondsen. De inrichting hiervan verschilt echter flink bij ABN Amro, ING, Van Lanschot en Rabobank.

TEKST BARBARA NIEUWENHUIJSEN

Tot zo'n tien jaar geleden was het gebruikelijk dat individuele beleggingsadviseurs en vermogensbeheerders zelf voor iedere klant apart een portefeuille samenstelden en waren zij vooral druk met beoordelen of een klant beter af was met het aandeel BP of Koninklijke Olie. Inmiddels – na de pijnlijke ervaring van de crash van 2008 – ligt de nadruk steeds meer op goed risicobeheer en het behalen van een goed genoeg rendement om de langetermijndoelstellingen van de klant voor vermogensopbouw te halen.

Als gevolg hiervan wordt het beleggingsbeleid bij banken en vermogensbeheerders voor de meeste klanten – zeer vermogenden uitgezonderd – centraal vastgesteld en ingevuld. Dit gebeurt door de zogenoemde investment offices. Banken kennen daarvoor over het algemeen verschillende modelportefeuilles. Zo zijn er 'gewone' portefeuilles gevuld met beleggingsfondsen, maar daarnaast ook inkomportefeuilles voor mensen die willen leven van de inkomsten uit hun beleggingen, duurzame portefeuilles, indexportefeuilles, die alleen goedkope pas-

sieve fondsen bevatten, en soms zijn er nog meer varianten.

Al deze portefeuilles zijn er in verschillende risicoprofielen, meestal vijf en soms zes, oplopend van 'zeer defensief' voor klanten die weinig risico willen of kunnen nemen, naar 'neutraal' tot 'zeer offensief'. Dat laatste profiel is voor klanten met een hoge risicotolerantie of een

lange beleggingshorizon. En hoewel je er dan misschien als klant van uitgaat dat de standaard neutrale modelportefeuille gevuld met beleggingsfondsen bij de ene bank er wel ongeveer hetzelfde uit zal zien als die van de andere bank, blijkt dat in de praktijk toch niet het geval. Maar waarin zitten die verschillen dan precies? Voor dit artikel is gekeken



FOTO: HOLLANDSE HOOGTE

BANKEN ONDER DE LOEP

naar de verschillen tussen de meest gebruikte 'gewone' neutrale fondsenportefeuilles van ABN Amro, Van Lanschot, ING en Rabobank voor vermogensbeheerklanten met een belegd vermogen van circa €1,5 mln.

Gebruikelijk is dat een neutrale beheerportefeuille voor pakweg de helft uit obligaties en de andere helft uit aandelen bestaat. Binnen aandelen wordt dan vaak gespreid over verschillende regio's. Bekijk je de neutrale fondsenportefeuilles van de vier grootbanken dan vallen echter direct een paar grote verschillen op.



Rabobank bijvoorbeeld heeft het aandelengedeelte van zijn veel gebruikte Beheerd Beleggen Actiefportefeuille in drieën gedeeld en belegt hierbinnen voor een derde in breed gespreide indextrackers, voor een derde in factorfondsen en voor een derde deel in zogenoemde satellieten. Die laatste worden gebruikt om specifieke thema's of regio's extra aan te zetten. In 2017 waren dat robotica, Japan en Frankrijk.

Core-factor-satellite

Een core-satellite-benadering, waarbij een portefeuille een kern van passieve fondsen heeft en daarnaast een aantal uitgesproken fondsen die voor rendement moeten zorgen, komt veel voor. Maar een core-factor-satellite-benadering, zoals Rabobank die heeft, is vrij uniek. De keuze hiervoor is het gevolg van de analyse dat actieve managers goede prestaties vaak danken aan een overweging van waardebeleggingen en smallcaps. Multi-factorfondsen zouden daarom een goedkoop alternatief kunnen zijn voor actieve fondsen, zo concludeerde chief investment officer Han Dieperink in 2015. Bijkomend voordeel

is dat het risicobudget doordat er veel met passieve producten gewerkt wordt, behoorlijk wat ruimte overlaat om satellieten aan te zetten.

ABN Amro spreidt de aandelenbeleggingen in zijn veel verkochte Multi-Manager-Mandaat 'gewoon' helemaal over regiofondsen, maar allocceert daarbinnen actief naar fondsen met verschillende beleggingsstijlen, zoals waarde en groei.

ING daarentegen spreidt niet alleen over verschillende regio's, maar zet in zijn Actueel-portefeuille daarnaast ook specifieke sectoren meer of minder aan. Wat daarnaast opvalt is dat de neutrale portefeuille van ING een kleiner percentage aandelen bevat dan de portefeuilles van de andere banken. Bovendien beleggen ING, Rabobank en Van Lanschot meer in wereldwijde aandelen en ABN Amro standaard meer in Europese.

Allocatiefonds

Onderscheidend aan de portefeuilles van Van Lanschot is dat daar een specifiek allocatiefonds gebruikt wordt om bepaalde regio's binnen aandelen of bepaalde typen obligaties tijdelijk meer of minder aan te zetten. Zo kunnen er tactische wijzigingen worden doorgevoerd, zonder dat er fondsen bij- of verkocht hoeven te worden.

Alle banken werken per beleggingsprofiel met een standaard beleggingsmix. Dit is als het ware de 'normale' assetallocatie van die portefeuille oftewel de uitgangspositie. Dit wordt de strategische assetallocatie genoemd. Hiervan wordt in de praktijk echter op basis van de

ING BELEGT IN DIT PROFIEL WAT MINDER IN AANDELEN DAN DE REST

De juiste mix

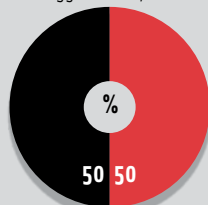
Strategische en tactische assetallocatie van de meest gebruikte neutrale beheerportefeuilles van de grootbanken

Strategische assetallocatie

Aandelen Obligaties Alternatives Cash

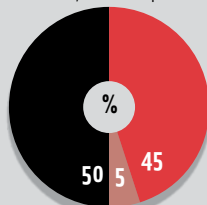
Rabobank

Beheerd beleggen actief, neutraal profiel



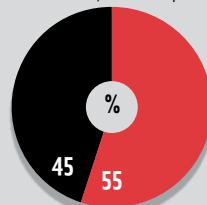
ING

Actueel, neutraal profiel



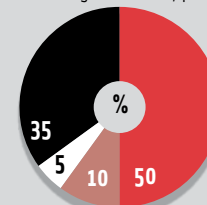
Van Lanschot

Van het Huis, neutraal profiel

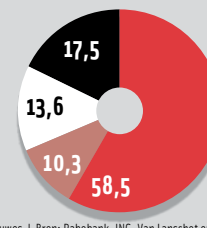
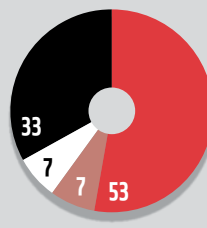
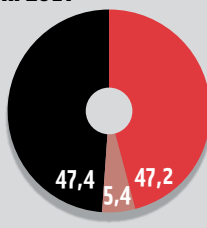
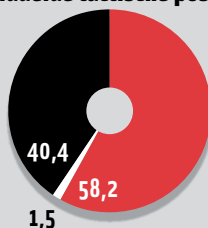


ABN Amro

Multi-manager mandaat, profiel IV



Gemiddelde tactische positionering in 2017



Graphic: Paul Mouwes | Bron: Rabobank, ING, Van Lanschot en ABN Amro

actualiteit bijna altijd een beetje afgeweken. Deze positionering wordt de tactische assetallocatie genoemd.

Om efficiënt van de standaardallocatie af te wijken, gebruikt Van Lanschot een speciaal eigen beleggingsfonds. ING daarentegen gebruikt hiervoor etf's. Standaard is bij ING 5% van de portefeuille belegd in aandelen-etf's en 5% in obligatie-etf's. 'Doordat dit zeer liquide producten zijn, stelt ons dat in staat snel de aandelen-etf's te verkopen en obligatie-etf's bij te kopen, of omgekeerd, als wij aandelen dan wel obligaties willen overwegen', aldus Bob Homan, hoofd van het ING Investment Office, eerder tegen Fondsnieuws.

Alle vier de banken geven aan hun beleggingsbeslissingen te baseren op fundamentele gronden. Dit wil zeggen dat ze de aantrekkelijkheid van bepaalde beleggingen of regio's beoordelen in relatie tot andere beleggingsmogelijkheden door middel van een analyse van de ontwikkelingen in die regio of sector.

ABN Amro maakt daarnaast gebruik van kwantitatieve technieken,

zoals technische analyses. Dit is een techniek waarbij grafieken met historische koersgegevens gebruikt worden om het toekomstige koersverloop te voorspellen. Ook ING maakt hiervan gebruik. Rabobank en Van Lanschot nadrukkelijk niet.

Alle vier de banken geven daarnaast aan in enige vorm duurzaamheidsaspecten mee te wegen bij het maken van hun beleggingsbeslissingen. Ze beleggen geen van allen in controversiële wapens. ABN Amro ook niet in tabaksproducten. ING, Rabobank en Van Lanschot hebben zich daarnaast onder meer geconformeerd aan de zogenoemde prin-

ABN AMRO ALLOCEERT ACTIEF NAAR WAARDE OF GROEI

cipes voor verantwoord beleggen van de Verenigde Naties.

Specifiek aan het beleggingsbeleid van Rabobank is verder dat de bank de kosten bij het selecteren van beleggingsfondsen zwaarder meeweegt dan andere. 'In het belang van onze klanten zetten wij veel goedkope index-beleggingsproducten in', schrijft de bank in een folder voor klanten.

ING, Van Lanschot en ABN Amro beleggen in de hier vergeleken portefeuilles voor klanten overwegend in actieve fondsen, al zitten er wel ook een aantal passieve fondsen in de portefeuilles.

Huisfondsen

Een ander verschil tussen de portefeuilles hangt ervan af of er wel of niet met eigen fondsen gewerkt wordt. Sinds Rabobank assetmanagementdochter Robeco in 2013 verkocht heeft, heeft de bank geen eigen assetmanager meer. Er worden sindsdien alleen nog maar fondsen van derden gebruikt. 'Dat maakt het leven een stuk eenvoudiger', zei hoofd beleggingscompetence van Rabobank Bert

van den Broek eerder. Werken met huisfondsen roept namelijk altijd de vraag op of een fonds geselecteerd is in het belang van de klant of omdat de bank eraan verdient.

Ook ING heeft sinds de splitsing in een bank en een verzekeraar in 2014 geen eigen beleggingsfondsen meer. ING IM, tegenwoordig NN IP, ging met de verzekeraar mee. Voor de selectie van fondsen wordt echter nog wel gebruikgemaakt van de expertise van de Zwitserse fondsselecteur Altis, een onderdeel van NN IP. Hoewel Altis onafhankelijk opereert wordt de fondsselecteur niet gebruikt voor de beoordeling van fondsen van NN IP. Die worden door de bank zelf beoordeeld.

Van Lanschot heeft wel nog een assetmanagement-dochter: Kempen Capital Management. Kempen-fondsen worden binnen de beheerportefeuilles van Van Lanschot gebruikt, naast fondsen van andere aanbieders. Er wordt door de bank geen formeel maximum gehanteerd voor gebruik van eigen fondsen. 'Maar', legt vermogensbeheerder Maarten Kneepkens van Van Lanschot uit, 'Kempen is gespecialiseerd in enkele niches zoals smallcaps, onroerend goed, vastrentend en funds-of-hedge funds. Dat zijn meestal niet de grootste assetclasses in een portefeuille. Dat geeft een natuurlijke grens aan de maximale weging, en het maakt dat het aandeel in een portefeuille afhankelijk is van het tactische allocatiebeleid op enig moment.' In de praktijk zijn Kempen-fondsen volgens Kneepkens de afgelopen tien jaar goed geweest voor zo'n 20% tot 30% van een portefeuille.

ABN Amro maakt wel gebruik van eigen fondsen, zij het dat dit huisfondsen zijn gevuld met beleggingsstrategieën van andere. De 'open architecture' blijft zo dus wel overeind. 'Het voordeel van deze constructie

is dat dit de mogelijkheid biedt om in strategieën te beleggen die niet in fondsvorm in Nederland worden aangeboden', vertelde Martin Stolker van AA Advisors eerder. Hij adviseert ABN Amro over de samenstelling van de modelportefeuilles. Doordat een mandaat geen gestandaardiseerd fonds is, maar een afspraak tussen twee partijen is er bovendien ruimte voor maatwerk. Stolker: 'Daarnaast zorgt de constructie voor beter risicomangement, omdat dagelijks volledig inzicht in alle onderliggende beleggingen mogelijk is. Bij fondsen van derden is dit inzicht er hoogstens op maandbasis en dan meestal ook nog met een vertraging van enkele weken.'

In de markt werd de grootschalige overgang op het werken met mandaten van andere verpakt in eigen fondsen in 2015 echter wel gezien als een middel om toch nog iets te kunnen verdienen op fondsen, nadat het provisieverbod een einde had gemaakt aan de praktijk van distributievergoedingen.

Hoe dan ook, ondanks de bandbreedtes waarbinnen een neutrale portefeuille zich beweegt, zijn de

verschillen tussen de banken toch groot. Tegelijkertijd ontloep het rendement van de hier vergeleken neutrale beheerportefeuilles van ING, ABN Amro en Van Lanschot elkaar in 2017 na alleen fondskosten niet zoveel. Voor kosten van de banken behaalden zij zo'n 7% rendement en na aftrek van de kosten van de bank was dit tussen 5,7 en 6,1%. Rabobank kwam na alle kosten uit op 7,0%.

Verantwoording

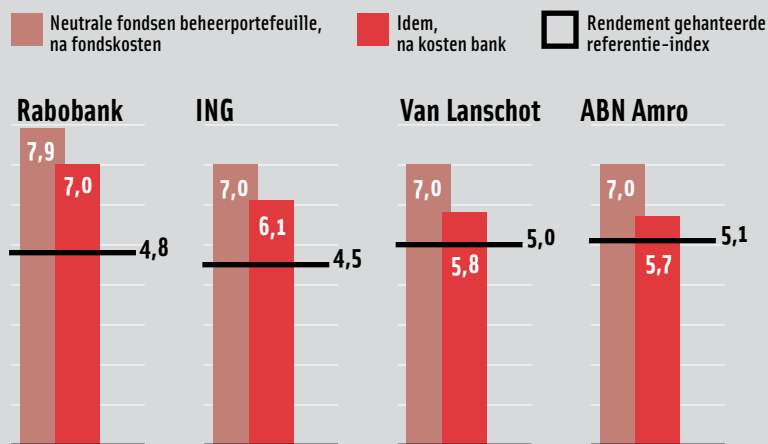
Fondsnieuws heeft geprobeerd vergelijkbare portefeuilles naast elkaar te zetten. Bij alle vier de banken is gekken naar een veelgebruikte neutrale beheerportefeuille gevuld met actieve beleggingsfondsen van een klant met een belegd vermogen dat eind 2017 circa €1,5 mln bedroeg. Verschillen blijven echter aanwezig.

Wilt u meer weten over wat precies tot het rendement van de verschillende portefeuilles geleid heeft in 2017? Kijk dan op fondsnieuws.nl/modelportefeuilles.

BARBARA NIEUWENHUIJSEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

Rendementen

Van veelgebruikte beheerportefeuilles in 2017 in %



Graphic: Paul Mouwes | Bron: Rabobank, ING, Van Lanschot en ABN Amro

ONDANKS RISICO'S TOCH NOG POSITIEF

'EINDE VAN DE BULLMARKT ABSOLUUT NOG NIET IN ZICHT'

ASSETALLOCATIE

De nog altijd hoge waarderingen op de aandelenmarkt hangen als een zwaard van Damocles boven de markt. Maar er zijn nog tal van andere signalen die onheil voorspellen. Toch zijn velen nog positief gestemd.

TEKST HARM LUTTIKHEDDE

Tot voor kort leken beleggers onverstoort. De beurzen gingen maar een kant op, en dat was omhoog. En hard ook.

De wijze raad van beleggingsgoeroe Warren Buffett om voorzichtig te zijn als iedereen hebzuchtig is, werd door menigeen in de wind geslagen. In plaats daarvan namen de zogeheten 'animal spirits' bezit van mensen.

'Dat overmatige enthousiasme onder beleggers, zeker in de VS waar de beurzen begin dit jaar historische hoogtepunten bereikten, was voor ons een serieuze "red flag". We hebben toen serieus overwogen om onze aandelenexposure te verlagen', zegt hoofdstrateeg George Raven van InsingerGilissen.

'Maar we hebben dat uiteindelijk niet gedaan omdat het precies timen van de correctie vrijwel onmogelijk is en we bovendien een bullmarktcorrectie voorzagen, waarbij na een

beperkte daling de opgaande lijn weer hervat zou worden.'

De koersdip van 10% die kort daarop volgde, greep de private bank aan om zijn aandelenexposure (binnen een gemengde portefeuille) met zo'n 2%-punt te vergroten tot bijna de maximale wegging van 60%. Volgens Raven is het eind van de bullmarkt dan ook 'absoluut nog niet in zicht'.

Ook multi-asset portfoliomanager Maya Bhandari van Columbia Threadneedle blijft afgaande op de economische groei-indicatoren en winstprognoses positief. Dit ondanks de toegenomen volatiliteit in de markt, de opgelopen rentes en de

**'DE MEEST
TYPISCHE
"RED FLAG" IS
EEN INVERSE
RENTECURVE'**

dreigende handelsvete die de markt al enige tijd in haar greep houdt.

Negeert de markt, die de neiging heeft zich te focussen op twee, hooguit drie grote gevarentekens, daarmee andere ontwikkelingen die wijzen op een naderend einde van de cyclus? Neem de sterke stijging van de huizenprijzen. Volgens UBS bevinden deze zich in vrijwel alle grote Europese steden, waaronder Amsterdam, in bubbeltterritorium. Of neem het grote aantal beursgangen waarbij geen nieuw kapitaal wordt opgehaald en beleggers geen stemrecht krijgen. Of het toenemend aantal bedrijfskredieten dat tegen steeds soepelere voorwaarden verstrekt wordt. Voorbeelden te over.

Risico stapelen zich op

Of om met de woorden van topman Amin Rajan van onderzoeksbureau Create-Research in de Financial Times te spreken: 'De risico's in de markt stapelen zich op als een bruidstaart.' Als dat waar is, welke signalen kunnen de aandelenmarkt dan werkelijk laten capituleren en staan die seinen op rood?



HOOFDSTRATEEG GEORGE RAVEN VAN INSINGERGILLEN

De meest typische red flag is volgens de InsingerGillissen-strategie een inverse rentecurve, een regelrechte 'killer' voor de aandelenmarkten. 'Een inverse curve is een voorbode voor een economische afkoeling en mogelijk een recessie. Maar hoewel er nu sprake is van een vervlakking van de curve, verwacht ik niet dat deze op de korte termijn zal omslaan.'

Oplopende korte rente

Een korte rente in de VS die door de 6% schiet, stond in het verleden ook garant voor een spoedig einde van de bullmarkt. Het kritieke niveau zal in de huidige cyclus die gekenmerkt wordt door nog immer ruim monetair beleid en structureel lagere inflatie echter 'substantieel' lager liggen. Raven: 'Bij welk renteniveau precies is moeilijk te zeggen, daarvoor zullen meer tekenen van stress in de markt zichtbaar moeten

worden. Daar is nu nog weinig van te zien.'

Een ander typisch waarschuwingssignaal dat momenteel opdoemt, is het oplopen van het renteverskil tussen libor en de overnight index swap, van 15 naar 60 basispunten. Raven: 'Dat doet sterk denken aan de subprime-crisis in augustus 2007. Destijds was dit voor ons een dermate belangrijke red flag, dat we de aandelenexposure terugbrachten naar het minimum.'

Ditmaal is het voor de strategie vooralsnog een 'orange flag', omdat de stijging van de spread veel beperkter is en hoogstwaarschijnlijk wordt veroorzaakt door nieuwe Amerikaanse belastingwetgeving. 'Ik zie het ook niet als een teken dat mensen weer huiverig zijn voor de stabiliteit van banken, zoals in 2007 het geval was.' Dus alles overziend gelooft Raven nog steeds dat 2018 een goed beursjaar wordt.

Ook Bhandari noemt het oplopen van de rentespread 'technisch' van aard. Zij focust zich momenteel hoofdzakelijk op vier risico's die zij, verwijzend naar de bijbel, de vier ruiters van de apocalyps noemt. Dit zijn hoge waarderingen, het verkrapende monetaire beleid, geopolitieke risico's en, tot slot: stijgende lonen.

'Neem de werkloosheid, die op het laagste niveau in dertig jaar is in de VS, het Verenigd Koninkrijk en Duitsland, en ook bijna in Japan. Zonder een versnelling van de productiviteitsgroei of inflatie, zal loongroei direct interen op de winstmarge van bedrijven.'

Loongroei

Gelet op de historische relatie tussen werkloosheid en loongroei, zou dit volgens haar nu al red flag moeten zijn. 'Maar loongroei schittert nog door afwezigheid. Dit zal naar onze mening niet lang meer duren.'

Ook de andere 'ruiters' vormen volgens haar nog niet de bedreiging dat ze de markt kunnen laten ontsporen. 'Zo staan we aan de vooravond van een gesynchroniseerde, monetaire verkrapingscyclus, in de vorm van kwantitatieve verkraping en hogere rentes. Het hele punt van krapper monetair beleid is om het lenen van geld duurder te maken. Ze zullen daarmee doorgaan tot hun doel bereikt is. Daar zijn ze nu nog ver van verwijderd. Maar ook zonder de rugwind van ruim monetair beleid kunnen aandelen nog geruime tijd prima presteren, is uit eerdere verkrapingscycli gebleken', aldus Bhandari.

'Wij zien dus wel degelijk belangrijke risico's voor de aandelenmarkt, maar zitten vooralsnog in lijn met de consensus overwogen in aandelen.'



Finance Content Marketing Services



Uw **thought leadership** vertaald naar krachtige content

YLD! creëert, produceert en distribueert branded content voor de financiële sector, die informeert, overtuigt en inspireert.

- **YLD!** trekt met kennis van zaken uw content op een hoger plan
- **YLD!** biedt *premium storytelling* en datagedreven inzichten
- **YLD!** verzorgt de distributie via FD Mediagroep en/of externe mediakanalen

Benieuwd naar wat YLD! voor uw organisatie kan betekenen?

Neem contact op met quirine.faber@fondsnieuws.nl of jorge.groen@fondsnieuws.nl.



YLD! Finance Content Marketing Services is de branded content studio van Fondsnieuws, het grootste kennis- en netwerkplatform voor beleggingsprofessionals in Nederland. Fondsnieuws is in 2008 gestart door de FD Mediagroep, uitgever van onder andere Het **Financieele Dagblad** en **BNR Nieuwsradio**.



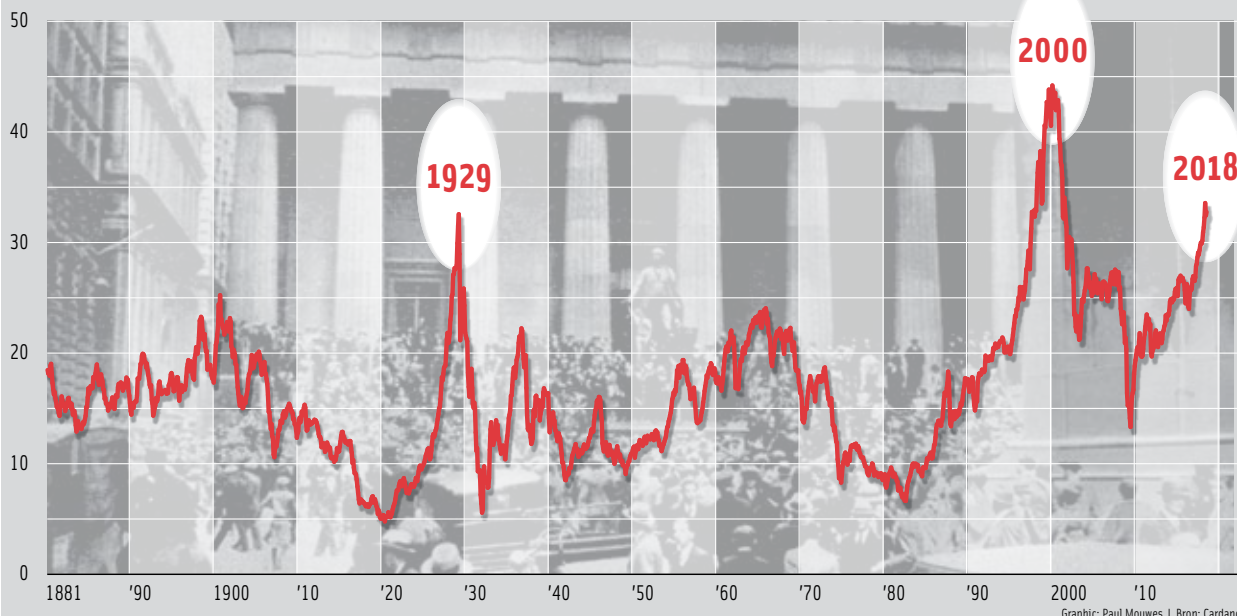
WAAKZAAMHEID GEBODEN

FAVORIETE GRAFIEK

Aandelen uit de S&P 500 waren zelden zo duur. Cardano-hoofdeconoom Thomas van Galen sluit daarom een correctie van maar liefst 60% niet uit.

Pieken van de buitencategorie

De voor cycli aangepaste koers-winstverhouding (Shiller P/E) stijgt naar crisisniveau



Slechts twee keer eerder was de verhouding tussen winsten en koersen van bedrijven in de S&P 500 zo hoog als nu. Aan de vooravond van de Grote Depressie en in aanloop naar de dotcombubble betaalden beleggers ook meer dan dertig keer de winst.

Waakzaamheid is voor beleggers geen overbodige luxe. Halvering van de huidige koersen brengt de P/E's (koers-winstverhouding) grofweg in lijn met het historisch gemiddelde. Uit eigen onderzoek blijkt dat de grootste aandelenschokken plaatsvinden als de Shiller P/E boven de 20 staat. Daarom houden wij in onze scenariostudie rekening met een mogelijke daling van 60%.

Ondanks de huidige waarderingen spreek ik nog veel beleggers die de verliezen waar wij rekening mee houden afdoen als doemdenkerij. Die houding vormt mogelijk een nog groter risico voor beleggers dan de huidige waarderingen. Toch komt die houding ook weer niet onverwacht. Het onderschatten van risico's is een voorspelbare

psychologische valkuil die als 'overconfidence' bekendstaat. Russo en Schoemaker hebben dit fenomeen in 1992 al aangestipt en ze laten zien dat maar liefst 99%(!) van de mensen risico's onderschat. Hun experiment doe ik ook met pensioenfondsbestuurders en risicomangers op de VU die de opleiding Risk Manager for Financial Institutions volgen. Ook zij blijken niet immuun. Omdat ik geen haar beter ben dan andere beleggers moet ook ik me indekken tegen te veel vertrouwen. Door met enige regelmaat een blik te werpen op de Shiller P/E herinner ik mezelf aan onze historische positie. Die zegt niet dat aandelen flink moeten dalen maar het uitsluiten van dit scenario is moeilijk te rechtvaardigen. ■

THOMAS VAN GALEN IS HOOFDECONOOM BIJ CARDANO, EEN CONSULTANT DIE RISICOANALYSES EN SCENARIO'S MAAKT. DAARNAAST IS HIJ DOCENT AAN DE MSC RISK MANAGEMENT FOR FINANCIAL INSTITUTIONS VAN DE VRIJE UNIVERSITEIT.



SCHULD IN LOKALE VALUTA IS FAVORIET

VOLATIELE WISSELKOERSEN VORMEN WEL EEN RISICO

OBLIGATIES UIT OPKOMENDE MARKTEN

Experts verwachten wederom een positief jaar voor obligaties van opkomende landen. Vooral de onderwaardering van lokale munten biedt kansen, maar daar tegenover staat ook een hoge volatiliteit.

TEKST JEROEN BOOGAARD

Voor avontuurlijke obligatiebeleggers is schuldpapier uit opkomende landen (ook wel 'emerging market debt' of EMD) niet te versmaden. Met dubbelcijferige rendementen was 2017 een uitzonderlijk goed jaar voor de assetclass.

Toch bieden in dollars gedemineerde staatsobligaties van opkomende landen nog een effectief rendement van circa 5,8%, vertelt Roy Scheepe, senior client portfolio manager emerging market debt bij NN Investment Partners. Dat is riant vergeleken met de karige yields op Amerikaanse investment grade bedrijfsleningen (3,7%), euro investment grade (1,2%) en euro high yield (3,7%). EMD in lokale valuta levert ondanks de sterke return van 15% vorig jaar een effectief rendement van circa 6% op.

'Hoewel de hele categorie historisch gezien aan de dure kant is, blijven de yields relatief aantrekke-

lijk. Dat leidt tot een aanhoudende interesse bij beleggers en sterke kapitaalinstroom', zegt Scheepe. Hij verwacht dat de categorie dit jaar opnieuw een fraai totaalrendement oplevert, van 6% voor harde valuta en 8% tot 9% voor obligaties in lokale munt.

'Het extra rendement op lokale obligaties komt voor rekening van de verwachte appreciatie van lokale munten ten opzichte van de dollar. Opkomende munten zijn ondergewaardeerd en zouden moeten profiteren van het verbeterde fundamentele plaatje', stelt Scheepe. Zo wijst hij op het weer toegenomen groeiverschil tussen opkomende

'DALENDE RENTE IN VS GAF IMPULS AAN EMD IN DOLLARS'

economieën en de ontwikkelde wereld. Bovendien zijn de betalingsbalanstekorten waarmee een aantal landen de afgelopen jaren kampten, omgebogen in overschotten en zijn de overheidsfinanciën in veel landen verbeterd. 'Daardoor zijn de wanbetalingsrisico's sterk afgenomen en is de sector minder gevoelig voor een kapitaaluitstroom. We hebben ook het idee dat beleggers tegenwoordig meer strategisch alloceren naar EMD dan in het verleden, zodat de uitstroom bij een verslechtering van het sentiment mogelijk beperkt zal blijven.'

Gevaar rentestijging

De verwachte outperformance van obligaties in lokale valuta gaat wel gepaard met een hogere volatiliteit, waarschuwt Scheepe. Valuta zijn erg beweeglijk en kunnen een grote hap uit het rendement nemen. Binnen EMD in harde valuta gaat zijn voorkeur uit naar schulden van zogeheten 'frontier markets', landen die nog maar aan het begin staan van hun economische ontwikkeling. 'De yields en groeidynamiek

zijn hier hoog. Vanwege de kortere looptijden zijn ze bovendien minder gevoelig voor oplopende yields op Amerikaanse staatsleningen.'

Volgens Scheepe is een Amerikaanse rentestijging normaliter nadelig voor EMD, maar kan een afname van de risico-opslagen hier tegenwicht aan bieden. 'Met kortlopende obligaties van tussen de twee en vijf jaar ben je minder kwetsbaar voor een rentestijging, maar je levert dan wel wat rendement in. Zo bedraagt de yield op ons nieuwe EMD Short Duration Hard Currency-fonds bijna 4%, bij een duratie van één tot drie jaar. Dat is nog steeds aantrekkelijk.'

Na de recente sterke prestaties zijn de rendementsvooruitzichten volgens Uta Fehm, senior portfoliomanager EMD bij UBS Asset Management, een stuk gematigder. Voor lokale schulden houdt ze dit jaar rekening met een totaalrendement van 4% tot 6% en voor hard currency van 3% tot 4%. 'Obligaties in lokale valuta hebben vorig jaar sterk geprofiteerd van de verzwakking van de dollar, wat nieuwe beleggers heeft aangetrokken.'

De dalende Amerikaanse staatsrente gaf in de voorbije jaren juist een impuls aan EMD in dollars', zegt Fehm. Maar aan die trend is voorlopig een einde gekomen. Ondanks het feit dat het economisch momentum de laatste tijd wat begint af te zwakken, zal de Federal Reserve dit jaar en volgend jaar naar verwachting nog een aantal keer de rente verhogen. 'Hierdoor is er weinig ruimte voor een verdere verkrapting van de risico-opslagen.'

Voor lokale obligaties zijn de perspectieven op termijn wat beter dan voor harde valuta, denkt Fehm. Deze categorie wordt veel meer gedreven door de fundamentals in op-

komende landen en wat dat betreft ziet het er goed uit. 'Omdat inflatie totaal niet aan de orde is, is er voor de centrale banken geen reden om de monetaire teugels aan te halen. Landen zoals Brazilië zullen juist eerder de rente nog wat verlagen.'

Extra rendement

Verdere appreciatie van de lokale valuta kan bovendien een extra rendement geven boven op de yield. 'Structurele hervormingen en gestage verbetering van de overheidsfinanciën bieden daarvoor ruimte. Veel lokale valuta staan nog ruim onder de niveaus van vijf jaar geleden en zijn ondergewaardeerd.'

Ook Fehm wijst echter op het gevaar van de volatiele wisselkoersen. 'Valuta zijn een van de meest wispelturige beleggingscategorieën, zeker in opkomende landen. Zodra de risicoaversie van beleggers om wat voor reden dan ook stijgt, krijgt dit segment harde klappen.'

Een sterkere dollar mag dan een bedreiging vormen voor de rende-

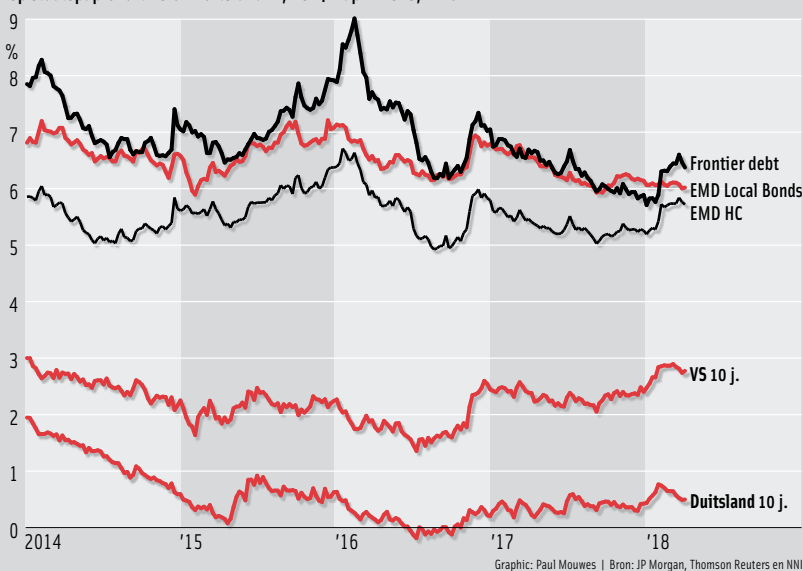
menten op lokale schulden, vanuit financieringsperspectief is het effect minder negatief dan in het verleden. 'Opkomende landen hebben hun blootstelling aan de dollar afgebouwd en zijn meer leningen in lokale valuta gaan uitgeven. Die markt is in volumes vele malen groter dan de hard currency EMD-markt. Een crisis zoals eind jaren 90 toen de Amerikaanse rente en dollar stegen en opkomende landen moesten volgen met renteverhogingen is daarom onwaarschijnlijk', zegt Fehm.

Met het oog op mogelijk verder oplopende yields op Amerikaanse staatsleningen geeft zij binnen EMD in harde valuta de voorkeur aan hoger renderende leningen zoals papier uit Brazilië, Oekraïne en Libanon. 'Deze hebben een veel hogere coupon en zijn daardoor minder gecorreleerd aan Amerikaans staatspapier.'

JEROEN BOOGAARD IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.

Relatief aantrekkelijk

Effectieve rendementen verschillende typen opkomend schuld papier afgezet tegen 10-jarige rente op staatspapier uit VS en Duitsland in, 2014 - april 2018, in %



DE GROENE REVOLUTIE KOMT NAAR ONS TOE

BRUSSEL GEEFT HOOGSTE PRIORITEIT AAN VERDUURZAMING

DUURZAAMHEID

De Europese Commissie wil dat er labels komen voor groene financiële producten. De eerste stap, is de ontwikkeling van een uniform classificatiesysteem, vertelt Claudia Kruse van APG AM. Zij is betrokken bij dit proces.

TEKST CEES VAN LOTRINGEN EN
HARM LUTTIKHEDDE

De Europese Commissie presenteerde in maart van dit jaar een stappenplan dat de financiële sector een grotere rol geeft bij de overgang naar een duurzame economie – een toprioriteit voor de Commissie. Want om de doelstellingen in het klimaatakkoord van Parijs te halen, is in Europa jaarlijks pakweg €180 mrd aan extra investeringen nodig.

Als eerste pakt de Europese Unie de definitiekwestie aan. Een uniform classificatiesysteem zal een einde maken aan de onduidelijkheid over wat duurzaam is en wat niet. Op basis hiervan zullen vervolgens Europese labels voor groene financiële producten komen.

Assetmanagers en institutionele beleggers krijgen er een aantal plichten bij, waaronder het rekening houden met duurzaamheid tijdens bij het beleggingsproces.

Het stappenplan is gebaseerd op de aanbevelingen van de 'deskundigengroep op hoog niveau inzake duurzame financiering'. Deze groep bestond uit twintig ervaren deskundigen uit de financiële sector, van maatschappelijke organisaties en Europese en internationale instellingen. Een daarvan was Claudia Kruse, managing director wereldwijd verantwoord beleggen en 'governance' bij APG Asset Management. Zij staat aan het hoofd van de afdeling die het verantwoord beleggingsbeleid van alle klanten van Nederlands grootste pensioenuitvoerder met €474 mrd onder beheer, implementeert in de portefeuilles.

'HET BEGINT MET EEN GOEDE DEFINITIE VAN DUURZAAM'

Hoe vond de selectie voor de deskundigengroep plaats?

'Dat was op basis van inschrijving. Wij hebben ons voor de High Level Expert Group (HLEP) aangemeld omdat we vinden dat een duurzaam financieel stelsel en daarmee overkoepelende regelgeving werkelijk belangrijk is. Hierin werden we ondersteund door de andere spelers in de Nederlandse pensioenwereld. Eind 2016 kregen we te horen dat we door de selectie waren gekomen en begonnen de tweemaandelijks vergaderingen. Iets meer dan een jaar later, in januari 2018, werd het eindrapport gepubliceerd. Inmiddels loopt er een proces om een technische expertgroep samen te stellen. Daarvoor ondersteunen wij twee andere goede kandidaten uit de Nederlandse pensioensector.'

Welke opdracht kregen jullie mee?

'Behalve het verduurzamen van het financiële stelsel, moet er ook meer worden belegd in duurzame oplossingen. Want klimaatverandering is een risico voor de financiële stabili-



CLAUDIA KRUSE FOTO: BINH TRAN

teit en dus voor de welvaart op de lange termijn. Steeds meer toezicht-houders, waaronder De Nederlandse Bank, zijn daar inmiddels van overtuigd. De Commissie gaf ons “carte blanche” bij aanvang van ons advieswerk. We kwamen echter al vrij snel tot een aantal kernthema’s en zijn daarmee aan de slag gegaan. Deze waren: wat zijn je verplichtingen als belegger, hoe bepaal je wat duurzaam is, hoe kun je de particuliere belegger erbij betrekken en hoe kun je de link opzoeken met de reële economie.’

Kunt u een voorbeeld noemen van dat laatste?

‘Europa wil dat er meer belegd wordt in duurzame infrastructuur, in de transitie naar hernieuwbare energie. Wij als belegger willen dat ook. Dus als er betere stimulansen zijn om dat te kunnen doen, als er meer beleggingsmogelijkheden komen in de markt, is dat voor ons ook goed.

Een van de aanbevelingen in het rapport van de expertgroep gaat over duurzame infrastructuur. APG is een koploper op dit gebied en we beleggen hierin al heel lang. Veel van onze beleggingen in infrastructuur zijn in hernieuwbare energie, en die willen we graag uitbreiden. Wij hechten daarom grote waarde aan gestandaardiseerde contracten voor dit soort beleggingen, zodat het voor ons efficiënt is, helder. De Commissie is van plan om de technische en adviserende capaciteit voor duurzame infrastructuurprojecten verder uit te bouwen.

Maar dit gaat ook over plaats, in de zin dat het belangrijk is dat ook landen die niet een van de financiële centra in Europa zijn, een duurzame toekomst kunnen financieren. Door beleggingsmogelijkheden in die landen meer te standaardiseren, en

IS METEN NOG WEL WETEN?

Fondsnieuws organiseert 20 juni een besloten discussiebijeenkomst voor SRI-specialisten, gatekeepers en beleggingstrategen over de uitdagingen van het meten van verduurzaming. In het themagedeelte van het Fondsnieuws-magazine van juni wordt daar aandacht aan besteed.

meer zichtbaar te maken, maak je ze ook toegankelijker voor beleggers.’

Welke rol speelden de duurzame ontwikkelingsdoelen van de Verenigde Naties bij dit alles?

‘Aanvankelijk ging de aandacht in de groep vooral uit naar het bestrijden van de klimaatverandering. Maar naar verloop van tijd kwam daar de sociale dimensie bij. Dat hangt samen met de sociale ontwikkelingsdoelen van de VN uit 2015. Voor ons, maar ook voor anderen, vormen deze doelen een steeds belangrijker kader voor hoe we naar beleggingen kijken. Ook overheden gebruiken ze als referentiekader. Want goed onderwijs, of betaalbare gezondheidszorg is net zo belangrijk voor een duurzame economie als een leefbare wereld.’

De Europese Commissie wil verzekeraars en beleggingsondernemingen ook de plicht opleggen om klanten te adviseren op basis van hun duurzaamheidsvoorkeuren. Wat houdt dit precies in?

‘Volgens het actieplan, zullen financiële partijen die advies geven de duurzaamheidsvoorkeuren van hun klanten in kaart moeten brengen. Dit wordt dan onderdeel van het klantprofiel en draagt eraan bij dat

klanten de juiste fondsen krijgen geadviseerd. Voor een adviserende partij is van belang dat deze weet welke beleggingsmogelijkheden er beschikbaar zijn die passen bij de duurzaamheidsvoorkeuren van klanten. Samen met andere Europese standaarden kan dit een behoorlijke “game changer” zijn.’

Wordt er wel hard genoeg doorgepakt om de doelen uit het akkoord van Parijs te halen?

‘Het gevoel van urgentie is er wel degelijk. Maar er moet nog sterker worden doorgepakt. Al in september 2017 heeft de Commissie aangekondigd dat Europese toezicht-houders, zoals de Esmā, zich sterker zullen inzetten voor het verduurzamen van het financiële systeem, wat de druk op de sector opvoert.

Daarnaast zijn er veel lokale initiatieven. Zo heeft De Nederlandsche Bank onlangs de eerste conferentie gehost van het Central Banks and Supervisors Network for Greening the Financial System. Allemaal vanwege de potentiële risico’s die ze zien voor de financiële stabiliteit.

Om het stappenplan van de Europese Commissie echter werkelijk tot een succes te maken zullen ook andere landen en organisaties erbij betrokken moeten worden zoals de G20 en moeten er wereldwijde standaarden komen die een gelijk speelveld creëren.

Tot slot hebben we als deskundigengroep steeds benadrukt dat het effectief beprijzen van CO₂-uitstoot heel belangrijk is. Daarmee hang je een prijskaartje aan de nadelige gevolgen bedrijfsactiviteiten op de klimaatverandering waarmee het materieel wordt. Zover is het helaas nog niet.’ ■

**CEES VAN LOTRINGEN EN HARM LUTTIKHEDDE
ZIJN REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.**

Verplicht financieel advies in strijd met autonomie

AUKE PLANTINGA: BETER ZOU EEN FONDS ZIJN DAT KLANTEN SUBSIDIEERT DIE ADVIES WILLEN HEBBEN

COLUMN

Het is tegenwoordig erg lastig om een complex financieel product aan te schaffen zonder eerst een geschiktheidstoets af te leggen of verplicht een adviseur in te huren. De achtergrond van deze regelgeving is de wil om consumenten te beschermen tegen onverantwoorde risico's die mogelijk samenhangen met ondeugdelijke financiële producten die door aanbieders in het schap worden gezet.

De bescherming van de consument staat hier echter op gespannen voet met zijn of haar autonomie. Bovendien is het onderscheid tussen complexe en niet-complexe financiële instrumenten nogal arbitrair. Een structured product op basis van een aandelenindex met een bescherming tegen koersdalingen wordt aangemerkt als complex, terwijl dit product op een eenvoudige wijze kan worden gemaakt door het beleggen in een etf samen met een putoptie.

Ogenschijnlijk eenvoudig

Een voorbeeld van een niet-complex product is volgens de Europese regels een tegoed op een spaarrekening. Zo'n tegoed is de facto een schuldtitle op een financiële instelling met een illiquide portefeuille grotendeels onbekende assets en een hefboom vergelijkbaar met die van speculatieve hedgefondsen. Daar zijn dan tegoeden tot €100.000 gegarandeerd onder het depositogarantiestelsel dat – volgens de website van DNB naar verwachting in 2024 gevuld zal zijn met een bedrag gelijk aan 0,8% van alle gegarandeerde deposito's.

Wanneer een grotere bank failliet gaat, dan zullen de resterende kosten worden verhaald op de collega-banken. Dit lijkt me niet bepaald een eenvoudig financieel product en zonder risico's is het ook niet. Stel dat een van de grote drie Nederlandse banken omvalt, dan wordt de eerste schade opgevangen uit het garantiefonds. De rest



FOTO: HOLLANDSE HOOGTE

wordt dan verhaald bij de overige banken. Deze kunnen dat vermoedelijk niet betalen zonder zelf failliet te gaan en dan is de vraag of de Nederlandse overheid de verplichting over kan nemen.

Elk onderscheid tussen complexe en niet-complexe producten is arbitrair en leidt in dit geval tot een verplichte winkelnering voor klanten bij een financieel adviseur. Op zich kan dat heel goed uitpakken. Er zijn namelijk veel financieel adviseurs die ter zake kundig zijn en iemand daadwerkelijk met raad en daad terzijde kunnen staan. Bovendien suggereert academisch onderzoek dat er een behoorlijke groep consumenten is met een overmatig vertrouwen in de eigen financiële kennis en kunde. Tegelijkertijd zullen ook financieel adviseurs niet in staat zijn om foutloos adviezen te geven.

In plaats van een systeem op te zetten dat consumenten naar adviseurs dirigeert omdat ze een specifiek financieel product proberen te kopen, lijkt het me veel nuttiger om de vraag te stellen of het betreffende product überhaupt nodig is. Veel consumenten verzuimen namelijk om regelmatig (zeg 1 keer per 4 jaar) naar hun eigen financiële planning te kijken en vergeten risico's af te dekken, tijdig de hypotheek af te lossen, pensioengaten in kaart te brengen, et cetera. Om financiële consumenten te helpen, zou ik willen pleiten voor een fonds dat consumenten subsidieert wanneer ze gebruik willen maken van een onafhankelijke financieel adviseur. Dit fonds zou gevuld moeten worden door alle Nederlandse aanbieders die dan een klein percentage afdragen van het door hen beheerde vermogen voor particulieren. Deze adviseurs zijn uiteraard niet in dienst van de aanbieders van financiële producten. ■

AUKE PLANTINGA IS UNIVERSITAIR HOOFDDOCENT AAN DE RIJKSUNIVERSITEIT GRONINGEN.



Pictet-[Nutrition; Health; Biotech; Global Environmental Opportunities] is een compartiment van de Luxemburgse SICAV Pictet. De laatste versie van het fondsprospectus, de Essentiële Beleggersinformatie, de reglementen, jaar- en halfjaarverslagen zijn kosteloos verkrijgbaar op assetmanagement.pictet of bij de fondsbeheermaatschappij, Pictet Asset Management (Europe) S.A., 15, avenue J. F. Kennedy, L-1855 Luxemburg. Alvorens een beleggingsbeslissing te nemen, moeten beleggers deze documenten lezen. Beleggers wordt aanbevolen om na te gaan of dit voor hen een geschikte belegging is, rekening houdend met hun eigen financiële kennis en ervaring, beleggingsdoelen en financiële situatie, of om bij een sectordeskundige specifiek advies in te winnen. Beleggingen gaan altijd gepaard met risico's, waaronder het risico van kapitaalverlies. Details over alle risicofactoren staan beschreven in het prospectus.

Zouden trends die de wereld veranderen ook uw beleggingen niet moeten veranderen? Healthy Living Themafondsen.

Pictet-Nutrition Pictet-Health Pictet-Biotech Pictet-Global Environmental Opportunities



Meer informatie over de genoemde beleggingsfondsen kunt u vinden op onze website assetmanagement.pictet of neem contact op met uw bank of financieel adviseur.

 @PictetAM_NL  Pictet Asset Management Nederland

 **PICTET**
Asset Management

HUIZEN ZIJN GOEDE BUFFER AFWAARDERINGEN ALLEEN IN HEEL NEGATIEVE SCENARIO'S

HYPOTHEEKOBBLIGATIES

Het gaat nu nog goed, maar een terugval van de huizenprijzen zal Europese hypotheekobligaties raken. Experts maken zich voorlopig geen zorgen.

TEKST JEROEN BOOGAARD

De markt voor 'residential mortgage backed securities', oftewel beleggingen in woninghypotheken, ligt in Europa nog steeds de wonden van de kredietcrisis. Die heeft een flinke deuk in het imago geslagen. Onterecht, want anders dan in de Verenigde Staten is er in Europa nauwelijks verlies geleden. De risicovolle subprimemarkt kennen we hier eigenlijk niet, zegt Egbert Bronsema, senior portfoliomanager asset backed securities en hypotheken bij Aegon Asset Management. 'Wat in de buurt komt, zijn de non-primesegmenten zoals het buy-to-let en non-performing-segment in het Verenigd Koninkrijk. Kopers kunnen echter geen volledige financiering voor het onderpand krijgen. Ze zullen dus eigen geld moeten meebrengen. Dat is een eerste buffer voor beleggers.'

Een crisis zoals op de Amerikaanse huizenmarkt in 2008 is hier volgens hem vrijwel uitgesloten. 'Woningen waren veelal 100% gefinancierd en na sterke rentestijgingen liepen woning-eigenaren achterstanden op vanwege de stijging van de financieringslasten door een korte vaste renteperiode. Hierdoor moesten huizen gedwon-



FOTO: HOLLANDSE HOOGTE

gen worden verkocht. Die lage 'lok'-rentetarieven kennen we hier niet. Bovendien kunnen consumenten in Europa de sleutels van hun huis niet zomaar inleveren bij de bank als ze van hun hypotheek af willen.'

Geen zorgen

Zijn collega-beleggingsstrateeg Jacob Vijverberg maakt zich voorlopig geen zorgen over een sterke correctie op de huizenmarkt. 'De ECB zal de rente langzaam gaan verhogen, maar het zal jaren duren voordat dit restrictief zal werken op de woningmarkt. Daarnaast trekt de economie nu goed aan. Zolang werkgelegenheid en lonen groeien, blijven mensen hun hypotheken betalen. Ook als huizenprijzen dalen.'

Tim Jansen, portfoliomanager bij Dynamic Credit, sluit zich daarbij aan. 'Woninghypotheken worden zeker niet massaal afgewaardeerd. Kredietbeoordelaars zijn streng en hanteren in stressscenario's prijsdalingen van wel 40%. Vanwege die hoge buffers was er na de kredietcrisis nauwelijks sprake van verliezen en zijn de eisen nog aangescherpt.'

Voor de Britse non-primemarkt schuilt volgens hem het grootste gevaar in een recessie. 'Betalingsachterstanden ontstaan door scheidingen of werkloosheid; huizenprijzen zijn van minder belang. Als de huizenprijs halveert maar je behoudt je baan, dan ga je je huis niet verkopen.' Een ander risico is een rentestijging, aangezien de hypotheekrentes in het VK maar ook in landen als Spanje, Italië en Portugal variabel zijn. 'Dat leidt mogelijk tot betalingsproblemen, hoewel de lonen in die landen ook stijgen dankzij het herstel.' Voor beleggers is een rentestijging in eerste instantie juist een voordeel. 'Residential mortgage backed securities vormen een van de weinige segmenten binnen vastrentende waarden die profiteren van een rentestijging, omdat de coupon variabel is en meeloopt met de driemaands euribor.' ■

JEROEN BOOGAARD IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.

'EEN GOED CONTRAIR IDEE DAT

DE PASSIE VOOR BELEGGEN

Wat maakt een professionele belegger succesvol in zijn vak en wat drijft hem? Convertible bondmanager Jasper van Ingen: 'Een succesvolle belegger hanteert een proces waarin weinig tot geen emotie zit.'

Jasper van Ingen is sinds november 2014 senior portfoliomanager convertible bond strategies bij NN IP.

Het NN Global Convertible Bond Opportunities Fund dat hij in 2012 voor Avoca Capital opzette, bevat inmiddels meer dan \$ 1 mrd.

TEKST PATRICK BEIJERSBERGEN

Jasper van Ingen beheert voor NN het meer dan \$1 mrd grote Global Convertible Bond Opportunities Fund dat hij in 2012 bij Avoca Capital opzette. Als belegging zit de converteerbare obligatie natuurlijk op het snijvlak van het aandeel en de obligatie, waardoor een beheerder in beide markten zijn weg moet weten te vinden. Gezien de prestaties van het fonds sinds de oprichting lukt dat goed: de markt en de concurrentie worden ruimschoots verslagen en het fonds krijgt 5 sterren bij Morningstar. Fondsnieuws vroeg Van Ingen wat er zo mooi is aan het beleggingsvak.

Waar komt de passie voor beleggen vandaan?

'Het competitieve element van beleggen spreekt mij aan. Als professionele belegger doe je mee aan een wedstrijd wie het beste kan beleggen, waarbij de belegger gebonden is aan strenge regels waardoor het een eerlijke strijd is. Degene die de

beste beleggingsbeslissingen maakt behaalt op de lange termijn de beste rendementen voor zijn klanten. Eigenlijk simpel en goed meetbaar. Daarnaast leer je door bedrijven te analyseren veel over andere producten, diensten, sociale fenomenen en demografische veranderingen. Wat voor impact heeft batterijtechnologie op de autosector? Hoe verandert toenemende digitalisering dienstverlening? Wat is het effect van sociale media op bestedingspatronen? Wat zijn de invloeden van vergrijzing op de reisbranche? Dat vind ik interessante vraagstukken en als je deze goed kunt beantwoorden kun je hoge rendementen behalen.

Daarnaast is er natuurlijk het psychologische aspect van beleggen. Een succesvolle belegger hanteert naar mijn mening een proces waarin weinig tot geen emotie zit, maar kan wel inspelen op de emotie van anderen. Emoties en kuddegedrag kunnen leiden tot extreme waarden en dus tot geweldige beleggingsmogelijkheden.

Mijn passie voor beleggen begon zich te ontwikkelen in mijn studietijd, toen ik het concept beleggen

begon te begrijpen. Met mijn eerste beleggingen aan het eind van de jaren negentig was ik net op tijd om de internetcrisis mee te maken, waarin de Amerikaanse technologiebeurs Nasdaq ongeveer driekwart van zijn waarde verloor. Dat was een goede leerschool. Ik had geen idee dat ik nog geen twaalf maanden na mijn studie als belegger actief zou zijn in New York.

Wat is je methodiek?

'Mijn belangrijkste maatstaven zijn waardering en groeiperspectief. Hoeveel keer de omzet, winst of vrije kasstroom ben ik bereid te betalen voor een bedrijf met een bepaalde groeiverwachting? In verschillende sectoren kijk je uiteraard naar verschillende waarderingsmaatstaven. In de zoektocht naar bedrijven met een aantrekkelijk groeiperspectief hanteer ik vaak een thematische aanpak. Door niet alleen te kijken naar een specifiek bedrijf, maar ook naar een thematische reden waarom het bedrijf het goed kan gaan doen, vergroot je je kans op succes. Voorbeelden van thema's zijn digitalisering, vergrijzing of groei in opkomende markten. Ik zoek naar een

UITKOMT, DAT IS SCHITTEREND'



JASPER VAN INGEN

thema dat rugwind gaat geven aan het bedrijf waar ik in beleg.'

Is er ook ruimte voor fingerspitzengefühl?

'Dat komt er bij mij niet echt aan te pas. Natuurlijk heb ik wel eens het gevoel dat een markt doorslaat naar de boven- of onderkant, maar daar handel ik niet op. Ik kijk naar harde cijfers en onderbouwde verwachtingen.'

Wat is het mooiste van beleggen?

'Als je een kans ziet die de markt (nog) niet heeft gezien en je verwachting uiteindelijk uitkomt. Met name als je inspeelt op een kans die ingaat tegen de algemene verwachting van de markt, een contrair idee. Dit soort beleggingen doe je

per definitie te vroeg, je koopt als de prijs daalt, waardoor het rendement in eerste instantie negatief is. Vervolgens is het de uitdaging om te vertrouwen op je onderbouwde en weloverwogen keuze maar niet je ogen te sluiten voor ontwikkelingen die niet aansluiten bij je idee. Je moet kritisch blijven en niet te trots zijn om je positie te sluiten als je verwachtingen niet uitkomen. Maar als je uiteindelijk je positie aanhoudt en de markt schuift aan bij je idee, dan is dat schitterend.'

Het gaat vast ook wel eens mis, wat is je grootste mislukking?

'We hebben wel eens een positie gehad in een onlinevalutabroker die erg aantrekkelijk was gewaardeerd. Dit bedrijf kwam in de problemen

omdat een groep klanten tegelijk geld verloor toen de Zwitserse nationale bank de frank in één dag flink liet aansterken. De beweging van de frank die dag was een van de grootste ooit in een grote valuta. Klanten die 'short' zaten verloren in sommige gevallen meer geld dan op hun rekening stond, maar het bedrijf kon de verliezen niet op hen verhalen. Voor ons een spannend moment, waardoor nog eens bevestigd werd dat je als belegger soms met onverwachte gebeurtenissen wordt geconfronteerd. Gelukkig overleefde het bedrijf deze klap en bestaat het nu nog steeds.'

PATRICK BEIJERSBERGEN IS HOOFDREDACTEUR VAN EFFECT, HET BELEGGINGSBLAD VAN DE VEB EN AUTEUR VAN BELEGGINGSBOEKEN.

DE EVOLUTIE VERKLAARD: PASSIEF WORDT ACTIEVER

ZWART-WITDENKEN OVER INDEXBELEGGEN WEL VOORBIJ

INSTITUTIONEEL

Duurzaamheid staat haaks op passief beleggen, zou je misschien denken. Pensioenfondsen en fondshuizen kiezen echter voor een tussenweg. Het aantal duurzame indexfondsen groeit.

TEKST FRANK VAN ALPHEN

Hoe groter de instroom bij indexfondsen en etf's, hoe luider de kritiek op deze passieve aanpak. Zo rijst de vraag in hoeverre duurzaam beleggen te combineren valt met een passieve beleggingsstijl. Een ander heikel punt is dat indexbeleggers gedwongen zijn hypes te volgen en een derde vraagstuk is waar beleggers de grens moeten trekken tussen actief en passief.

Pensioenfondsen en fondshuizen denken al lang niet meer zwart-wit over actief en passief. Veel pensioenfondsen hanteren het adagium 'passief tenzij'. Ze verkiezen indexbeleggen boven actief beleggen, maar weten dat dat niet altijd mogelijk is. Ook veel fondshuizen wedden op twee paarden. Ze hebben zowel passieve als actieve fondsen op het schap. Zo lanceerde Fidelity, die te boek staat als actieve belegger, onlangs zes indexfondsen in Europa.

'Een groot nadeel van passief beleggen is dat het op gespannen voet kan staan met duurzaam beleggen', zegt Frans Verhaar, directeur Benelux bij bfinance, dat institutionele beleggers adviseert bij de managersselectie. 'Een belegger die esg-criteria hanteert, wil meestal bedrijven kunnen uitsluiten. Een zuiver passieve belegger wil zijn tracking error zo laag mogelijk houden en belegt daardoor in de hele markt en zal niet uit een specifieke onderneming stappen.'

Maar duurzaam beleggen en een index nabootsen kunnen wel dege-lijk hand in hand gaan, is de overtuiging van veel pensioenfondsen en fondshuizen. Een recent voor-

**'INDEXGELD
BEINVLOEDT
KOERSEN,
DAAR KUN JE
OP INSPELEN'**

beeld is een semiactief Europees aandelenfonds dat BlackRock begin dit jaar introduceerde. Dit fonds sluit bedrijven uit die niet voldoen aan de tien 'Global Compact Principles' van de Verenigde Naties. Een verzoek van een relatief klein pensioenfonds leidde tot de ontwikkeling van dit fonds. Ondernemingspensioenfonds SCA, dat circa €450 mln beheert, wilde duurzamer beleggen, maar de passieve aanpak met lage kosten niet overboord gooien. Een ander voorbeeld van passief én duurzaam is het ASR ESG Index-Plus Institutioneel Euro Bedrijfsobligatiefonds dat in minder dan een jaar €500 mln heeft opgehaald.

Engagement

Fondshuizen met veel indexfondsen of etf's stellen dat duurzaamheid en passief beleggen elkaar niet bijten. 'Hoewel we niet kunnen uitstappen, kunnen we als actieve beleggers wel verbeteringen bij bedrijven bewerkstelligen', zegt Wim van Zwol, hoofd verkoop Noord-Europa bij Vanguard. Een dergelijk beïnvloedingsproces wordt engagement genoemd. 'We vertegenwoordigen een hoop



FOTO: REUTERS

geld. Daar zijn bedrijven gevoelig voor.'

Een ander verwijt dat indexbeleggers voor de voeten wordt geworpen, is dat ze zeepbellen helpen opblazen. Geld dat automatisch stroomt naar de duurste bedrijven en grootste sectoren verstoort de prijsvorming, is de kritiek. Mathias Neidert, hoofd onderzoek publieke markten bij bfinance, is hiervan overtuigd. 'Indexgeld koopt zonder na te denken. Dat moet invloed hebben op de koersen en leiden tot onjuiste prijzen.'

Volgens Van Zwol klinkt dit bezwaar al sinds de opkomst van indexbeleggen, maar het is nooit aangetoond dat het zo werkt. 'Zelfs in de VS waar passief veel groter is dan in Europa hoor ik niet dat koersen niet kloppen. Bovendien zijn het niet alleen passieve beleggers die handelen tegen die koersen.' Van Zwol noemt Apple als voorbeeld. 'Dat aandeel is hoog gewaardeerd, maar het is de prijs die beleggers ervoor willen neertellen. Vijf jaar geleden vonden critici Apple ook al te duur. Je kunt proberen te timen wanneer een aandeel of sector overgewaardeerd is, maar als je het mis hebt, ga je nat.'

Het zal Neidert van bfinance niet verbazen als er aandelenfondsen komen die inspelen op de invloed van indexbeleggers op de prijsvorming. 'Dat zien we al gebeuren bij obligaties', zegt Neidert.

Snel in de verkoop

'Etf's zijn in handen van beleggers met een korte beleggingshorizon, omdat ze ieder moment van de dag te verhandelen zijn. Dat betekent dat etf's bij onrust op bijvoorbeeld de high yield-markt snel in de verkoop gaan. Omdat lang niet alle onderliggende obligaties in zo'n index op dat moment ook verhandelbaar zijn, wijken de etf's uit naar de meer liquide leningen. Om die reden kopen sommige actieve beleggers juist de minder liquide leningen. Die worden minder hard geraakt in turbulente tijden.'

Bij de minder liquide vastrentende markten hebben passieve beleggers het sowieso moeilijk. 'Etf's scoren bij high yield slechter dan de index', stelt Neidert. 'De transactiekosten om die indices te volgen zijn relatief hoog. Passieve beleggers hebben onvoldoende manie-

ren om die kosten goed te maken.' Het is volgens Neidert van belang te achterhalen waarom veel pensioenbeleggers kiezen voor passieve fondsen. 'Vaak draait het enkel om de lage tarieven en niet zozeer om het geloof dat passief de beste methode is. Als lage kosten het doel zijn, zijn er alternatieve producten voorhanden.'

Neidert doelt op vastrentende mandaten die aansluiten bij de verplichtingen van een pensioenfonds of verzekeraar. 'Dan wordt afgesproken welke yield of duration passend is. Dit zijn zogeheten buy & maintain-mandaten. Het verschil met buy & hold bij aandelen is dat bij obligaties coupons moeten worden herbelegd en sommige obligaties afgelost moeten worden. Het is zaak bij het herbeleggen rekening te houden met de afgesproken doelstelling. Het bijhouden van zo'n mandaat is na de start relatief eenvoudig en dus goedkoop.'

Vanguard is de eerste om te erkennen dat sommige markten zich niet direct lenen voor een passieve aanpak. 'Bij elke beleggingscategorie onderzoeken we of een indexfonds zinvol is op de lange termijn. Bij high yield zien we vanwege de hoge transactiekosten geen reden een indexfonds te lanceren', zegt Van Zwol.

Ondanks die grenzen blijft de trend dat passieve fondsen opduiken op steeds meer markten. 'Neem aandelen opkomende markten', zegt Van Zwol. 'Een paar jaar geleden zeiden beleggers dat je die markten alleen maar actief kon volgen. Dat blijkt niet het geval. Ook op opkomende markten doen passieve fondsen het beter dan veel actieve fondsen.' ■

FRANK VAN ALPHEN IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.

Dit is deel twee uit een serie over de invloed van ontwikkelingen in de pensioensector op de fondside industrie.

UBS AM NEEMT VOORTOUW IN IMPACTMETING



PEXELS

Nu ESG bij UBS Asset Management tot in de haarvaten van het **beleggingsproces** is doorgedrongen, is de volgende stap aangebroken: het objectief meten van de **impact van producten en diensten** op de samenleving.

Een fastfoodketen of frisdrankproducent kan een hoge duurzaamheidsscore halen als restaurants energieneutraal zijn of flessen van afbreekbaar plastic zijn. Feit blijft dat het verdienmodel van deze bedrijven risico loopt vanwege de maatschappelijke roep om minder zoet en zout in het eten en drinken. Nu bepaalt vaak de operational excellence van een bedrijf de duurzaamheidsscore, terwijl voorbij wordt gegaan aan de impact van producten en diensten op de maatschappij. Het is belangrijk om ook dat deel in kaart te brengen, want het fast-foodbedrijf moet in de toekomst

mogelijk zijn businessmodel veranderen om de resultaten op peil te houden. Dat zegt Martijn Oosterwoud, Head SI Investment Specialists bij UBS Asset Management.

MEETMETHODIEK

Met enkele prestigieuze universiteiten werkt UBS AM aan een meetmethodiek, die aan een standaard voor impactbeleggen kan bijdragen. Dat is eenvoudiger gezegd dan gedaan, zegt Oosterwoud omdat het om 'veel subjectieve aannames' vraagt, en appels met peren worden vergeleken. "Bij financiële analyse is geld de meeteenheid, maar onder welke

gemeenschappelijke noemer schaar je gezondheid, honger of waterschade? Wij willen de wetenschappelijke inzichten over hoe je dat kunt meten, combineren met onze financiële kennis over bedrijven."

UBS AM biedt klanten al twee decennia duurzame oplossingen aan, met name gericht op aandelen. De vermogensbeheerder heeft een eigen scoresysteem ontworpen, gebaseerd op ESG-data om binnen sectoren bedrijven te vergelijken en rangschikken, geïnspireerd op de Key Performance Indicators van the Sustainability Accounting Standards Board. Bij elke beleg-

gingsbeslissing of -aanbeveling wordt ESG meegenomen als extra laag niet-financiële analyse. Met het verduurzamen van beleggingsoplossingen is anderhalf jaar geleden begonnen. "Het betekent niet dat alle producten 'groen' worden, maar dat ESG-factoren geïntegreerd worden in financiële analyses om betere beleggingsbeslissingen voor klanten te maken," licht Oosterwoud toe.

STANDAARD ONDERDEEL

Op termijn is het de bedoeling dat de impact van producten en diensten van bedrijven op de samenleving een standaard onderdeel wordt van het beleggingsproces. De eerste vruchten van die ambitie zijn vorig jaar geplukt, toen met Global Sustainable Impact een product is gelanceerd dat de impact van de portefeuille meet. Afgelopen jaar is voor een Europees pensioenfonds een mandaat gewonnen om op impact posities te meten in de portefeuille.

Samen met pensioenuitvoerder PGGM en Harvard University is begonnen om de impact van beleggingen in de farmaceutische industrie te meten. Onder andere door in kaart te brengen welke medicijnen het meeste effect hebben op het terugdringen van het aantal sterfgevallen of het ziekenhuisverblijf verkorten. "Weten welke farmaceuten medicijnen produceren met een maatschappelijke impact geeft ons het inzicht of deze bedrijven op lange termijn succesvol kunnen zijn," besluit Oosterwoud. ■

'RISK-ON'-MODUS TERUG

FONDSRESEARCHER DUIDT IN- EN UITSTROOMCIJFERS

FUND FLOWS

Europese beleggers zitten weer in de 'risk-on'-modus. Vooral fondsen die investeren in aandelen uit opkomende markten vinden gretig aftrek.

TEKST LENNEKE ARTS

Verrassend misschien, gezien de toegenomen volatiliteit eind februari, begin maart, maar Europese beleggers zijn gewoon weer bereid om risico's te nemen. Ze zitten weer in de zogenoemde 'risk-on'-modus, zegt Detlef Glow van Thomson Reuters Lipper. Vooral fondsen die investeren in aandelen uit opkomende markten vinden gretig aftrek bij beleggers. Dat blijkt uit een kwartaalanalyse over de in- en uitstroomcijfers van de Europese fondsenindustrie van het onderzoeksbureau.

De netto-instroom in aandelenfondsen in opkomende markten kwam in het eerste kwartaal van dit jaar uit op bijna €10 mrd, waarmee het de best verkopende sector in de genoemde periode is. In totaal stroomde bijna €47 mrd meer vermogen in aandelenfondsen dan eruit stroomde.

Glow ziet een tweeledige oorzaak voor de toestroom van vermogen naar opkomende markten. Enerzijds legt hij die bij beleggers die eerder onderwogen zaten in de sector, en na een succesvol 2017 voor opkomende markten, tóch hun portefeuille zijn gaan bijstellen.



FOTO: REUTERS

Daarnaast wijst de onderzoeker op de waarderings van bedrijven uit opkomende markten. 'De aandelen zijn niet goedkoop, maar de multiples zijn nog niet zo hoog als die van de bedrijven uit ontwikkelde markten. Uit een waarderingsperspectief: je koopt een hoger risico, maar krijgt daar wel meer voor terug.'

Cashbehoefte

Fondsen in opkomendemarkten-aandelen waren dus in trek in het eerste kwartaal dit jaar, fondsen in wereldwijde aandelen ook. Deze sector verwelkomde €9,4 mrd in drie maanden tijd en was daarmee de op een na populairste fondscategorie, gevolgd door fondsen in obligaties van opkomende markten.

In totaal stroomde in het eerste kwartaal van dit jaar €81,45 mrd meer geld in de Europese fondsenindustrie, dan eruit vloeide. Voor een eerste kwartaal is dat een redelijk normaal instroomcijfer volgens Glow. 'Als je naar de langetermijntrend kijkt, kom je uit op een instroom van €200 mrd tot €400 mrd per jaar, dus om en nabij €80 mrd per kwartaal.'

Uit een analyse op categorieniveau blijkt dat na aandelenfondsen, vooral mixfondsen en obligatiefondsen bijdroegen aan de netto-instroom in de Europese fondsenindustrie. De grootste uitstroom was voor geldmarktfondsen, die beleggen in deposito's, andere geldmarktproducten en heel kortdurende schuld.

Volgens Glow is deze laatste signalering niet toe te schrijven aan bewegingen in de markt. 'Daar worden ze totaal niet door beïnvloed. Bedrijven gebruiken deze fondsen om hun geld voor dividenden, bonussen en vakantiegeld veilig weg te zetten. Die cash hebben ze op een bepaald moment nodig, waarna ze het dus uit die geldmarktfondsen halen. Ik verwacht dat deze uitstroom ook volgende maand nog wat zal doorzetten.'

LENNEKE ARTS IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.



ERIK BREEN EN MARILOU VAN GOLSTEIN BROUWERS FOTO: MATTHIJS IMMINK

TRIODOS VERDUURZAAMT BELEGGENSBELEID VERDER

BEDRIJVEN DIE NIET BIJDAGEN, WORDEN VERKOCHT

INTERVIEW

Er is meer nodig om de opwarming van de aarde tegen te gaan dan nu gebeurt. Triodos IM wil daarom alleen nog beleggen in bedrijven die positief bijdragen aan een betere wereld.

TEKST BARBARA NIEUWENHUIJSEN

Om te zien dat het niet goed gaat met onze planeet hoeft topvrouw Marilou van Golstein Brouwers van Triodos Investment Management niet af te reizen naar de Noordpool. 'We hebben allemaal de beelden wel gezien van wat daar gebeurt', zegt ze. 'Wat er gaande is, zie je ook dagelijks hier. Er zijn bijna geen insecten meer. Dat is toch een teken van een gebrek aan biodiversiteit?'

Van oudsher had Triodos Investment Management het daadwerkelijke fondsmanagement van zijn duurzame beursgenoteerde aandelen en obligatiefondsen uitbesteed aan Delta Lloyd Asset Management. Voor de invulling van de beleggingsportefeuilles voor private banking-klanten van Triodos Bank was een joint venture opgericht met ABN Amro in de vorm van Triodos MeesPierson.

Sinds dit jaar is deze joint venture ontbonden en is het discretionair vermogensbeheer in huis genomen

Triodos' zeven duurzame transitiethema's

- 1) Gezondheid en welbevinden
- 2) Inclusief samenleven en 'empowerment'
- 3) Duurzame landbouw en voeding
- 4) Duurzame mobiliteit en infrastructuur
- 5) Hernieuwbare hulpbronnen
- 6) Circulaire economie
- 7) Duurzame innovatie

en vanaf april dit jaar is ook het fondsmanagement in eigen hand genomen. Als gevolg hiervan is het beleggingsbeleid aangescherpt.

'We willen alleen nog beleggen in bedrijven die positief bijdragen aan een of meer van de zeven duurzame transitiethema's die we onderscheiden', vertelt hoofd SRI Erik Breen, van Triodos IM. Onder deze thema's zijn gezondheid en welbevinden, inclusief samenleven en 'empowerment', duurzame landbouw en voeding en duurzame mobiliteit.

De thema's overlappen deels met de door de Verenigde Naties opge-

stelde duurzame ontwikkelingsdoelen, maar zijn hier niet per se van afgeleid. 'We werken al langer op basis van deze missie, maar het een en ander sluit wel op elkaar aan, al zijn er ook verschillen. 'Een thema als vrede is lastig om in te beleggen.'

Holistische visie

Van Golstein Brouwers vindt het wel goed dat de VN ontwikkelingsdoelen er zijn. Deze worden ook wel SDG's genoemd 'sustainable development goals'. 'Zij helpen het maatschappelijk bewustzijn te vergroten', zegt ze. Ze ziet echter ook dat ze bepaalde concurrenten stimuleren bestaande producten te 'reframen' zodat ze aansluiten bij een van deze doelstellingen. Dit is volgens Triodos in veel gevallen min of mee toevallig, omdat er niet daadwerkelijk vanuit een bepaalde missie belegd wordt. 'Bij Triodos is dat anders. De duurzame transitiedoelen maken deel uit van een holistische visie op duurzaamheid.'

Triodos wil op deze manier duurzaam beleggen verder brengen. Toen het in de jaren negentig begon met duurzaam beleggen, was dat nog relatief nieuw. Inmiddels werken heel

veel partijen met uitsluitingslijsten of hebben ze duurzame analyses geïntegreerd in hun beleggingsproces. Vaak gebeurt dit uit risico-oogpunt. Door alleen nog in bedrijven te beleggen die echt positief bijdragen aan een betere wereld, wil Triodos naar eigen zeggen zijn koppositie op het gebied van duurzaam beleggen vasthouden.

Het nieuwe Triodos-beleid geldt voor de selectie van aandelen en bedrijfsobligaties voor de vermogensbeheerportefeuille voor private banking-klanten van Triodos Bank en de zogenoemde SRI-fondsen van het bedrijf. Dit zijn de fondsen die beleggen in beursgenoteerde aandelen en obligaties. Hiernaast heeft Triodos nog directe impactfondsen zoals een groenfonds, microfinancieringsfondsen en het Organic Growth Fund, die niet-beursgenoteerde beleggingen bevatten. Deze sloten al aan op de transitiethema's.

Triodos kent diverse uitsluitingscriteria en blijft deze hanteren, zoals beleggingen in fossiele brandstoffen. Daarnaast werd tot voor kort belegd op basis van het zogenoemde 'best in class'-principe. Dit houdt in dat er binnen sectoren die niet als 'fout' waren geclassificeerd in de meest duurzame bedrijven werd belegd. Als gevolg hiervan werd er binnen het Sustainable Equity-fonds bijvoorbeeld belegd in telecombedrijf Liberty Global. 'Dit bedrijf doet het beter dan zijn sectorgenoten en er is verder niks mis mee, maar het draagt niet bij aan een van de zeven duurzame transitiethema's', zegt Breen. Deze positie is dan ook onlangs verkocht.

Hij verwacht dat als gevolg van de aanscherping van het beleggingsbeleid gemiddeld 20% van een portefeuille aangepast moet worden. Dit zal de komende tijd geleidelijk gebeuren. 'We nemen hier de

tijd voor', zegt Breen. 'En we zullen hierbij zoveel mogelijk aansluiten bij momenten waarop toch gehandeld moet worden, bijvoorbeeld bij asset-allocatiewijzigingen.'

De transitie zal volgens Breen naar verwachting geen financieel rendement kosten, maar daarnaast wel extra maatschappelijk rendement opleveren.

Meetbaar maken

Om te kunnen bepalen of een bedrijf bijdraagt aan een van de onderscheiden transitiethema's, moet dit gekwantificeerd worden. 'Dat gaan we inderdaad doen', zegt Breen. 'We zijn momenteel bezig met het definiëren van kernindicatoren bij de thema's zodat we dit kunnen gaan meten. Soms gaat dat vrij makkelijk, maar in een aantal gevallen is het lastiger de juiste data te krijgen en zijn we nog aan het kijken wat we kunnen inkopen en wat niet.' Omdat dit proces nog gaande is, kan het fondshuis nog niet zeggen hoeveel het dan aan elk van de thema's wil bijdragen.

Het fondshuis benadrukt ook dat niet alles altijd te meten is en dat het ontbreken van data niet altijd reden is ergens niet in te beleggen. Dat de duurzame thema's voortaan als basis dienen voor de selectie, neemt overigens niet weg dat er binnen portefeuilles ook nog gewoon gespreid zal worden over regio's en sectoren, zoals eerder ook gebeurde. Hiernaast

'WE GAAN DE PORTEFEUILLES VAN KLANTEN GELEIDELIJK AANPASSEN'

wordt actief ingezet op engagement: het door middel van gesprekken aanzetten van bedrijven veranderingen beter en sneller door te voeren.

Als gevolg van het in huis halen van de beleggers is volgens topvrouw Van Golstein Brouwers een betere interactie mogelijk tussen de duurzame en de financiële analisten. Eerst zaten immers alleen de eersten in huis. Nu beiden in huis zijn, is volgens haar een betere ideeënvorming mogelijk.

Vooralsnog wordt ingezet op het doorvoeren van de ingezette verandering. Productontwikkeling zal volgen. Triodos IM heeft nu bijvoorbeeld alleen een neutraal mixfonds en geen hele reeks mixfondsen in verschillende risicoprofielen, die laagdrempelig zouden kunnen worden aangeboden aan kleinere klanten, zoals concurrent ASN doet. 'Dit staat inderdaad op het lijstje', zegt Breen, 'net als een aantal andere mogelijke productuitbreidingen, maar hier is nog geen beslissing over genomen'. Het ontwikkelen van duurzame indexfondsen zoals Northern Trust en Actiam die hebben, staat nadrukkelijk niet op Breens lijstje. 'Onze missie leent zich bij uitstek voor actief beheer.'

Triodos Investment Management had eind 2017 in totaal €4,3 mrd onder beheer, waarvan €2,2 mrd in de SRI-fondsen zit. Ongeveer 15% van het belegd vermogen is afkomstig van pensioenfondsen en verzekeraars, de rest komt via intermediairs. 'We hebben voor de komende jaren absoluut een groeiambitie', zegt Van Golstein Brouwers zonder deze nu verder te willen preciseren. 'We zitten aan het einde van ons driejarenplan en zijn bezig met het opstellen van een nieuw plan.' ■

BARBARA NIEUWENHUIJSEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

PARELS VAN FONDSNIEUWS

'EEN BETER DASHBOARD KAN IK ME NIET WENSEN'

Een 'must read' laten abonnees ons weten. Een bloemlezing van wat zij zoal dagelijks aan unieke content op Fondsnieuws kunnen lezen.

ABN Amro MeesPierson heeft sinds begin dit jaar de internationale en de Nederlandse private bank organisatorisch samengevoegd. Hierdoor is er nog maar één afdeling Products & Solutions die onder leiding staat van **Alen Zeljkovic**. In een gesprek met Fondsnieuws vertelt hij dat het bepalen van de assetallocatie, het samenstellen van de modelportefeuilles en de fondsselectie vanaf nu op één plek door één team wordt gedaan voor meerdere landen. Zeljkovic gaat in detail op de reorganisatie in en deelt en passant waar wie bij Product & Solutions zit – een bijgeleverde organogram geeft het overzicht.

Ondertussen staat de fusiebank InsingerGilissen op het punt de klanten van het overgenomen Lombard Nederland te migreren naar de eigen systemen, hetgeen gepaard gaat met een aantal wisselingen aan de top, zoals de redacteuren van Fondsnieuws berichten.

Bij Robeco wordt ook stevig gemigreerd: obligatiebelegger **Kommer van Trigt** en cio **Lukas Daalder** verlangen naar nieuwe ervaringen buitenshuis. De laat-

ste vertelt in een exclusief gesprek waarnaar hij op zoek is. Ook worden er nieuwe medewerkers verwelkomd: **Mark te Riele** wordt hoofd wereldwijde marketing. Hij volgt de naar NN IP vertrokken **Edwin Rietkerk** op. **Hester Borrie**, sinds een jaar bestuurslid van NN IP, vertelt Fondsnieuws over de managementlaag die het bedrijf er tussenuit gesneden heeft en onder meer tot het afscheid van **Ivar Roeleven** en **Paul van Eynde** heeft geleid.

Krankzinnig duur

Wie FN Premium-abonnee is, kon in de afgelopen weken bovendien exclusieve interviews lezen met **Shundrawn Thomas**, de topman van Northern Trust Asset Management dat vergaande ambities heeft in Nederland, waar het in korte tijd \$10 mrd uit de markt haalde door uitgekiend maatwerk en er waren gesprekken met **Hugo Lasat**, de topman van Degroof Petercam Asset Management, die zich er zorgen over maakt dat niemand weet wat

het eindspel van de digitalisering is. De redactie bezocht ook **Jacco Maters**, de voormalige topman van Delta Lloyd Asset Management, die tegenwoordig voor pensioenconsultant Mercer actief is en vertelt hoe succesvol de consultant wel niet is in managersselectie – het 'beheerd vermogen' verdubbelde in 2017.

Zorgen zijn er ook: **Coen van de Laar** van Achmea Investment Management waarschuwt dat de financiële markten in blessuretijd verkeren, een opvatting die gedeeld wordt door **James Montier**, de strateeg van GMO. Hij vindt Amerikaanse aandelen 'krankzinnig' duur.

Daarnaast biedt het Premium-account toegang tot 7000, dagelijks geactualiseerde rapporten en marktvisies van ruim 50 assetmanagers. 'Een beter dashboard kan ik me niet wensen,' zegt een professionele belegger.

Bent u professional en wilt u ook 'ahead of the curve' zijn, kijk dan naar de mogelijkheden op fondsnieuws.nl of stuur een mail naar onze accountmanager sylvie.mastop@fondsnieuws.nl. Voor minder dan €250 per jaar kunt u ook uw concurrenten voorblijven. ■



KOMMER VAN TRIGT

LUKAS DAALDER

IVAR ROELEVEN

DE OORLOG VERKLAARD AAN DE DURE INDEX

ETF-AANBIEDER KIEST VAKER VOOR KLEINERE PROVIDER

PASSIEF BELEGGEN

In de race naar de bodem telt onder etf-aanbieders iedere cent. De aanval is geopend op de licentievergoedingen die de grote indexproviders vragen. Maar: 'Wie geloofwaardig wil zijn, laat zijn index wel extern ontwikkelen.'

TEKST REDACTIE FONDSNIEUWS

De wereld telt hooguit tien tot twintig indices, die hun geld waard zijn.' Deze uitspraak is afkomstig van ceo Steffen Scheuble van Solactive, een Duitse index-provider die indices samenstelt en calculeert voor onder andere Candriam, DWS, Think ETF's en UBS. Voor velen is Solactive een onbekende naam, maar van 25 van de 55 etf's die januari dit jaar wereldwijd werden gelanceerd was het bedrijf de bedenker, de rekenmachine oftewel het administratiekantoor van de onderliggende index.

Etf-aanbieders lijken de 'dure' indices van de 'grote drie' – S&P Dow Jones Indices, MSCI en FTSE Russell – de oorlog te hebben verklaard. Meer dan 50% van de trackers die in 2017 op de markt zijn verschenen, maken geen gebruik van hun diensten, volgens Bloomberg. Door te kiezen voor kleinere, goedkopere indexproviders zoals Solactive kunnen etf-aanbieders jaarlijks veel geld be-



FOTO: REUTERS

sparen op licentiekosten, en daarmee de beheerkosten van hun trackers verlagen. 'Twee grote kostenposten van een etf-aanbieder zijn de index en het toezicht', zegt directeur Martijn Rozemuller van Think ETF's.

Kostenbesparing

Vanguard ruilde vijf jaar geleden voor 22 etf's – een half triljoen dollar aan beleggingen – MSCI in voor FTSE Russell vanwege de kosten.

BlackRock heeft in de Verenigde Staten vorig jaar etf's met een zelfontwikkelde index op de markt gebracht. Nadat SPDR vorig jaar voor drie populaire etf's FTSE Russell omruilde voor huisindices werd de lopende kostenfactor verlaagd met een factor dertig van 0,1% naar 0,03%. Philippe Roset, hoofd SPDR ETF's in Nederland, zegt dat het deels een eigen keuze is geweest om de kosten te verlagen maar dat ook lagere licentie-

kosten een rol hebben gespeeld.

'Indexproviders worden meegezogen in het gevecht tussen grote etf-aanbieders om de kosten te verlagen, maar het merk en de datakwaliteit blijven belangrijk. Vanguard heeft recent nog een tracker op de markt gebracht met de Euro Stoxx 50 als onderliggende index. 'In de afgelopen tien jaar zijn onze licentiekosten niet gestegen, maar misschien is Stoxx daarin uniek', zegt Roberto Lazzarotto, wereldwijd hoofd verkopen van de bedenker en aanbieder van de Euro Stoxx 50.

Kleine indexproviders profiteren van de race naar de bodem onder aanbieders van passieve producten. Het gaat daarbij niet alleen om de kosten maar ook om flexibiliteit en of een indexaanbieder waarde weet toe te voegen in de 'bijna verzadigde indexmarkt', zegt managing director Thomas Kettner van MV Index Solutions, een Duitse indexaanbieder die is begonnen als huismerk van etf-aanbieder VanEck. 'Er treden nu veel nieuwe indexproviders toe tot de markt vanwege de grote vraag naar passieve beleggingen en de positieve marges. Er zijn veel interessante niches die de grote spelers niet bestrijken en waarin eenvoudig passief kan worden belegd.'

De inkomsten van de grote indexproviders lijden vooralsnog niet onder de trek naar goedkopere indices. Daarvoor groeit de etf-markt te hard. In 2017 is de winst van S&P Dow Jones Indices met 13% gestegen, die van MSCI met 16,5% en van FTSE Russell met 15%. Dat zijn hogere percentages dan een jaar eerder. Zowel bij S&P Dow Jones Indices als MSCI liggen de winstmarges boven de 40%.

De facturen die S&P Dow Jones Indices, MSCI en FTSE Russell sturen, zijn soms op basis van een vast aantal basispunten of hangen af van het totaal belegde vermogen, soms

een combinatie van beide, eventueel met een minimum- of maximumvergoeding. Volgens bronnen in de industrie liggen ze tussen de 3 tot 12% van het totaal beheerde vermogen van een etf. De grote indexproviders rechtvaardigen hun licentievergoedingen door te wijzen op het onafhankelijke merk, naamsbekendheid, infrastructuur, research en de ondersteuning aan gebruikers.

Lazzarotto, gelooft ook dat innovatiekracht en best-in-class dataoplossingen klanten over de streep trekken. Niet alle nieuwkomers kunnen zich handhaven in de indexmarkt verwacht hij, doordat het aardig wat kosten met zich meebrengt om een 'robuuste en betrouwbare indexfabriek' operationeel te houden, onder andere vanwege de strenge toezichteisen. 'Een van de meest succesvolle recente lanceringen is de Amundi iSTOXX Europe Multi Factor Neutral ETF geweest, die in krap een halfjaar tijd \$0,5 mrd aan belegd vermogen heeft. Gebruikmaken van de indices van een sterk merk garandeert de operationele efficiency, liquiditeit en geavanceerde distributie.'

Kleine indexproviders zeggen echter hetzelfde te kunnen bieden. De klant betaalt bij de grote drie bovendien deels voor het merk en de marketing, werpen zij tegen. Dat beaamt Rozemuller. Hij vindt de achterliggende methodiek van een in-

dex belangrijker dan het merk en de marketing. Het valt hem op dat in de etf-industrie steeds beter wordt gelet op de werking van de index en op licentiekosten. 'Voor sommige indices is bijna niet aan bekende namen te ontkomen, zoals in het geval van de AEX-index. Voor andere etf's hebben wij bewust voor minder bekende aanbieders gekozen.'

Smart bèta

Door de opkomst van smart bèta lijken indexproviders af te dwalen van hun kerntaak. Door de hechte band tussen productaanbieder en indexprovider hangt om sommige smart bèta-etf's de geur van belangenverstremming. 'Wil je geloofwaardig zijn als etf-aanbieder dan laat je de index door een onafhankelijke partij ontwikkelen, berekenen en publiceren', zegt Rozemuller. 'Je moet waken voor een situatie waarbij een klant betaalt op basis van de stand van de index, die de etf-aanbieder kan beïnvloeden. Think ETF's heeft geen invloed op de slotstand van de AEX of andere index, die tot stand komen op basis van slotkoersen van vrij verhandelbare effecten, volledig transparant dus.'

Als een etf-aanbieder om een bepaald thema vraagt, is het logisch dat de indexprovider daaraan gehoor geeft, zegt zowel Kettner als Lazzarotto. Beiden zien weinig bezwaar in het verwerken van complete beleggingsstrategieën in indices, zolang de afnemer geen invloed heeft op de samenstelling en berekening ervan. 'Ze moeten beide onafhankelijk zijn. Tussen ons en klanten bevindt zich een Chinese muur en om de onafhankelijkheid van een index ten opzichte van het fonds te waarborgen is op last van de Amerikaanse toezichthouder calculatie van de index aan een onafhankelijke partij uitbesteed', zegt Kettner. ■

**'ER ZIJN VEEL
NICHES DIE
DE GROTE
SPELERS NIET
BESTRIJKEN'**

FONDS EVENT

PRODENTFABRIEK
AMERSFOORT

24 SEPTEMBER
2018

SAVE
THE
DATE



Allianz
Global Investors

BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

Fidelity
INTERNATIONAL

Invesco

Janus Henderson
INVESTMENT MANAGEMENT

Kempen

NIB Investment
partners

PICTET
Asset Management

ROBEQ
Investment Solutions

Fondsevent is het grootste, jaarlijks terugkerende kennis- en netwerkvent voor en door professionals in de beleggingsindustrie. Ook in deze 11^e editie bieden wij u wederom een gevarieerd overzicht van de belangrijkste trends en ontwikkelingen van dit

moment, en de manier waarop je hier als beleggingsprofessional op kunt inspelen. Topbeleggers, trendwatchers en andere eminente sprekers zorgen voor een dag vol kennis, inspiratie en interactie.

'HET IS GEEN KEUZE MEER'

EXPEDITIE SPITSBERGEN VOEDT ACTIVISME BELEGERS

Bestuurders uit de financiële sector reisden naar de Noordpool, zagen de gevolgen van klimaatverandering en benoemden gezamenlijke projecten.

TEKST REDACTIE FONDSNIEUWS

Eind april reisde klimaatjournalist en poolreiziger Bernice Nootenboom opnieuw met een groep bestuurders naar de Noordpool. Het reisgezelschap bestond dit jaar uit bankiers, verzekeraars, vermogensbeheerders, energieleveranciers en maatschappelijke organisaties: sleutelfiguren, volgens Notenboom, die de transitie naar een duurzaam Nederland mogelijk maken.

Het idee was hen zo te stimuleren om sneller tot afspraken te komen om de Nederlandse klimaatdoelen voor 2030 te halen.

'Deze expeditie ging beter dan ik verwacht had', zegt Notenboom bij terugkomst. 'Door de inspirerende omgeving van Spitsbergen is de impact van klimaatverandering bij de deelnemers van het hoofd naar het hart gegaan.'

Een van de deelnemers was Michel Verwoest, lid van de raad van bestuur van a.s.r. 'De schoonheid van de natuur, maar ook het zien wat CO₂ met de aarde doet, hebben mij geraakt', zegt hij. 'Wij brengen op dit moment te veel schade toe aan de wereld waarin toekomstige



generaties moeten leven. Voor mij is het dan ook geen keuze meer: we moeten met elkaar de CO₂-uitstoot drastisch terugdringen. Ik merkte dat alle deelnemers deze overtuiging hebben. We hebben met de hele groep dan ook hard gewerkt om tot concrete plannen te komen. Deze trip krijgt daarmee zeker een vervolg.'

Behalve Verwoest nam ook algemeen directeur Theo Andringa van vermogensbeheerder NNEK deel aan de expeditie en daarnaast onder meer ook mensen van ASN Bank, AXA, BNG Bank, BNP Paribas, Double Dividend, ING en Triodos Bank.

De groep heeft het onderweg onder meer gehad over het gezamenlijk financieren van grootscha-

lige projecten, bijvoorbeeld op het gebied van geothermie, om met elkaar een significante impuls te geven aan de verduurzaming van de Nederlandse economie.

Metten van impact

De deelnemers hebben zich gecommiteerd aan het meten van de klimaatimpact van hun investeringen en hebben toegezegd hierover te gaan rapporteren. Ook willen ze samen in gesprek gaan met de bedrijven en projecten waarin zij investeren om ook daar een versnelling in de omslag naar een duurzame economie te bereiken.

Vorig jaar reisde Notenboom ook onder de noemer 2Degrees met een groep bestuurders naar Spitsbergen. ■

HET BLIJFT TOBBEN MET EUROPESE BANKEN

DE CORRECTIE IN FEBRUARI DRUKTE ALLE EUFORIE DE KOP IN

FINANCIALS

Waarom wil het toch niet lukken met Europese bankenaandelen? 'De markten zijn vooruitgelopen op de fantasie dat bankwinsten zouden stijgen doordat de rente stijgt, maar de realiteit is weerbarstiger.'

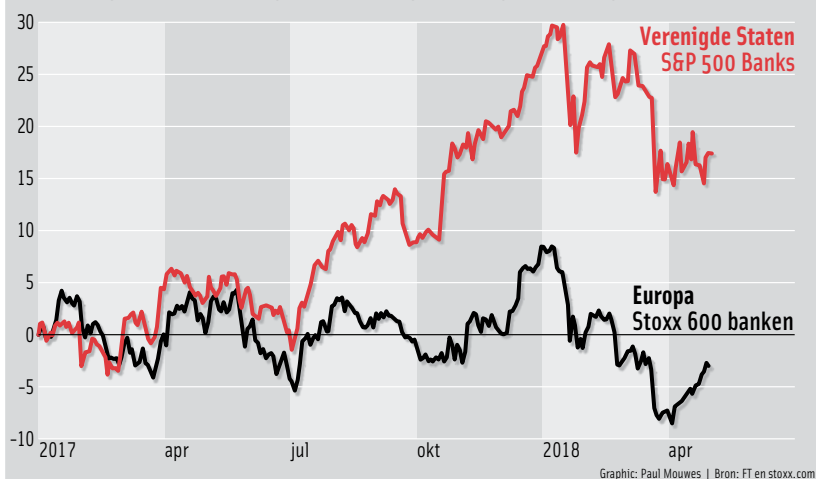
TEKST REDACTIE FONDSNIEUWS

Na jaren van balansen opschonen, afschrijven op oninbare leningen, tegemoetkomen aan regel-druk, boetes en rondjes herkapitaliseren zagen analisten in 2017 weer kansen voor Europese banken. De bovengemiddelde mondiale groei die de kapitaalmarktrentes en inflatie aanjaagt, heeft in het verleden vaak goed uitpakkt voor financiële waarden. 'De winsten bij banken stijgen weer, buffers zijn aangesterkt en aan nieuwe strengere regels wordt voldaan', duidde Morgan Stanley in een rapport het 'kanteljaar'.

Volgens de Amerikaanse bank stijgt in de komende drie jaar door kostenbesparingen en winstgroei het rendement op eigen vermogen voor Europese banken naar verwachting naar 11,5%, tegen nu 7,5%. De kosten voor regulering hebben naar verwachting in 2017 een piek bereikt, en zijn eind 2020 met 40% gedaald. Analisten van UBS verwachten in 2019

Amerikaanse dynamiek, Europese sufheid

Rendement op Amerikaanse en Europese banken in %, periode 24 april 2017 - 24 april 2018



een toename in leningen met 4%, meer dan in de Verenigde Staten. JP Morgan ziet in 2019 de winstmarges terugkeren naar het niveau in 2006, ook als de rente niet sterk stijgt. En Barclays ziet de sector outperformen in 2018, zoals Amerikaanse banken dat in 2017 deden.

Sinds de financiële crisis zijn Europese banken achtergebleven bij de markt. Zeven jaren van bodemrentes hebben de rentemarges uitgeknepen. In 2017 leek het kantelpunt zich aan

te dienen, maar na een sterke start van het jaar heeft de correctie in februari alle euforie uit bankaandelen gezogen. De Euro Stoxx 50 ex Financials Index staat gemeten tot begin april op 4,85% verlies, tegen de Euro Stoxx 50 met -5,53%. Dat financials de index een half procent dieper het moeras intrekken, is niet vreemd. De financiële sector is in Europa zwaarder vertegenwoordigd in de economie en indices dan in de VS.

'De performance van Europese

bankaandelen is dit jaar niet wezenlijk anders dan die van Amerikaanse banken of de markt. Europese bankaandelen zijn het jaar echter sterk begonnen, en hebben die winst moeten opgeven door een combinatie van factoren: het economische momentum is op korte termijn ietwat afgezwakt, de Duitse tienjaarsrente is gedaald, enkele handelsupdates stelden teleur, terwijl in Europa de volatiliteit en de politieke onzekerheid zijn gestegen, zegt portfoliomanager Sotiris Boutsis van het Fidelity Funds Global Financial Services, het in belegd vermogen grootste en tevens oudste sectorfonds.

‘De markten zijn vooruitgelopen op de fantasie dat de Europese bankwinsten zullen stijgen doordat de rente stijgt, maar de realiteit is weerbarstiger. De korte rente, die direct een betere rentemarge en winstgevendheid oplevert, zal niet snel omhoog gaan in Europa. Zelfs als banken meer geld gaan verdienen, moet het gros daarvan in IT worden geïnvesteerd. Daarom ben ik niet heel positief over de sector’, zegt beheerder Patrick Lemmens van het Robeco New World Financial Equities fonds, dat zich richt op de lange termijntrends in de financiële wereld zoals financiën voor ouderen, digitale financiën en financiën in de opkomende markten.

Volgens onderzoek van Invesco zijn de prestaties van Europese bankaandelen met name afhankelijk van veranderingen in de rentecurve, en minder van de markt. Dat verklaart deels het optimisme van sommige beleggers over de sector, want Europa bevindt zich in een vroeg stadium van monetaire beleidsverandering. Lemmens is er niet van overtuigd dat een rentestijging een rally zal aanwakkeren. ‘De performance op de korte termijn is sterk afhankelijk van bewegingen in de rentecurve. Ik zie

de korte rente die bij een stijging direct een betere rentemarge en winstgevendheid oplevert in Europa niet snel omhoog gaan.’

Boutsis verwacht dat een hogere rente de winstgevendheid van Europese banken een significante zet in de rug geeft. Doordat de banken de kosten van negatieve rentes niet hebben doorberekend aan spaarders, zullen zij waarschijnlijk ten volle profiteren van de eerste renteveranderingen.

Wees selectief

‘Het is belangrijk om selectief te zijn, want sommige banken zijn rentegevoeliger dan andere. Dat geldt eveneens voor de kapitaaleisen, waaraan veel banken bijna tegemoet zijn gekomen. Het is de vraag in hoeverre dat in de waarderingen is terug te zien. In sommige gevallen gaat de markt mogelijk uit van een overschot aan kapitaal zonder dat daar sprake van is en omgekeerd.’

In de top tien van posities van het Fidelity Funds Global Financial Services staan Credit Suisse en BNP Paribas. Boutsis is ook gecharmeerd van Intesa Sanpaolo, die gevoelig is voor een hogere rente en fees laat groeien en dicht Erste Bank kansen toe vanwege de markten waarin de bank actief is, en het potentieel om op kosten te besparen.

ING en BNP Paribas zijn belangrijke posities in het Robeco New World Financial Equities fonds om-

dat zij vooroplopen met hun IT. ‘De banken moeten kiezen welke rol ze aannemen: die van aanbieder van infrastructuur voor financiële transacties of van aanbieder van financiële producten. Binnen vijf jaar gaan we op dit gebied verschillen zien tussen de banken’, aldus Lemmens.

In weerwil van Amerikaanse sectorgenoten hebben sommige Europese banken niet altijd voldoende afgeschreven op slechte leningen. In Europa staat nog altijd voor circa €760 mln aan slechte schulden op de balans, volgens onlineplatform Consultancy.eu. Deutsche Bank, Barclays en UniCredit hebben recent moeten herkapitaliseren en ook Credit Suisse zoekt extra kapitaal. Lemmens vindt het overtrokken nu al bang te zijn voor de volgende crisis, mede omdat beleggers dezelfde ellende verwachten als bij de vorige bankencrisis. Dat was echter een unieke gebeurtenis, zegt hij.

‘Het is heel normaal dat banken met regelmaat een crisis meemaken. Na de laatste crisis zijn de kapitaal- en liquiditeitseisen enorm vergroot. Er zijn veel extra regels, die het voor de gemiddelde bank een stuk uitdagender maken. Daar hoort onzekerheid bij. Als belegger zou ik dus voorzichtiger zijn met de kleinere en minder goed gekapitaliseerde banken en niet-winstgevende fintechmodellen.’

Door strengere kapitaalrestricties en hogere liquiditeitseisen is het realistisch om uit te gaan van lagere rendementen dan voor de crisis, toen de rentabiliteit bij de banken op gemiddeld 20% lag, zegt Boutsis. Sommige Europese banken zijn in zijn ogen echter nog altijd goede beleggingen, zoals banken die kunnen profiteren van een hogere rente of door digitalisering of beter gebruik van technologie hun efficiency kunnen verbeteren. ■

**‘DE VORIGE
BANKENCRISES
WAS ECHT
EEN UNIEKE
GEBEURTENIS’**

PAS OP: SYSTEEMRISICO

'RACE TO THE BOTTOM KAN NIET EINDELOOS DOORGAAN'

WET- EN REGELGEVING

Door de aanhoudende prijsconcurrentie onder custodians worden de marges in de sector steeds dunner en kunnen de systeemrisico's toenemen.

TEKST REDACTIE FONDSNIEUWS

Door de aanhoudende prijsconcurrentie is het aantal bewaarders sterk gedaald. 'Deze schaalvergroting veroorzaakt een mogelijk systeemrisico. Europese toezichthouders spelen hier op in met regelgeving voor bewaarders en monitoring van systeembanken door het Basel Comité', zegt Roel van de Wiel, die in Nederland verantwoordelijk is voor de bewaardiensten van Société Générale.

Deze aangescherpte regelgeving, houdt voor custodians in dat assetmanagers voor ieder alternatief beleggingsfonds (AIF) een bewaarder moeten aanwijzen. Deze heeft daarmee de verplichting gekregen dat hij de 'veiligheid van de assets' garandeert en daarbij binnen het mandaat blijft dat hij met de assetmanager heeft afgesproken.

Dit verplicht hen onder meer tot 'investment compliance', het monitoren van de cash en bewaring van effecten als het om beursgenoteerde beleggingen gaat. Vanaf maart 2018 geldt bovendien een vergunningsplicht voor sommige bewaarders. Voor andere partijen, veelal banken, geldt een vrijstelling voor de vergunningsplicht.



ROEL VAN DE WIEL

Deze zogenoemde 'depository'-verplichtingen gaan verder dan het sec bewaren van de vermogens van klanten. In andere Europese landen, zoals Duitsland en Frankrijk, bestond deze verplichting al, maar zij geldt nu ook voor Nederland. Daarmee raakt zij hier actieve partijen als Kasbank, BNY Mellon, State Street, Citi, BNP Paribas, JP Morgan, Northern Trust en Société Générale Securities Services. In totaal bewaren custodians tienduizenden miljarden dollars voor financiële instellingen.

'Met de nieuwe Europese regelgeving neemt de focus bij institutionele partijen op bescherming van het vermogen van eindklanten sterk toe.' Zo wordt door experts gewezen op een incident in augustus 2015, toen een

systeemupdate bij BNY Mellon door Sungard Invest-One ertoe leidde dat er een week lang sprake was van problemen bij de vaststelling van de waardering van 1200 fondsen.

Value for money

De Britse toezichthouder FCA heeft mede daarom een onderzoek gestart naar het (mogelijke) systeemrisico dat custodians vertegenwoordigen. De praktijk van een beperkt aantal partijen, lage marges en gecombineerde diensten is namelijk ook een risico voor de assetmanagementindustrie. De achterliggende vraag daarbij is wat de 'value for money' is: voor welke protectie betaal je eigenlijk aan custodians?

Van de Wiel vindt dat de aangescherpt EU-richtlijnen op een goed moment komen: het stelt toezichthouders als de AFM in staat om aanvullende eisen te stellen aan het bewaren door custodians van vermogens van derden, aan governance, risicomanagement en de kapitalisatie van deze partijen. Vooral de lage marges waarvan bij custodians sprake is en de rol die grote beleggers daarin spelen, baren hem zorgen. 'Deze race to the bottom kan niet eindeloos doorgaan. Lagere marges betekent minder middelen voor technologische doorontwikkeling en bescherming tegen ontwikkelingen als cybercriminaliteit. ■

SCHAKELEN COMPUTERS DE MENSHEID UIT?

'MOGELIJKHEDEN VAN AI OP KORTE TERMIJN OVERSCHAT'

INNOVATIE

We zitten nog mijlenverweg van de computer die alles kan en taken van mensen overneemt, zegt de één. Volgens de ander is die stap echter helemaal niet zo groot. In ieder geval zijn er kansen, maar ook risico's.

TEKST LENNEKE ARTS

Zelflerende computers die in een stroomversnelling terechtkomen. Zichzelf beter en beter maken tot dat ze zó goed zijn dat wij mensen hen niet meer bij kunnen houden, laat staan controleren. Als computers vervolgens miljoenen keren slimmer zijn dan mensen, kunnen ze ook voorzien wat wij van plan zijn, voorspellen dat wij mensen hen willen uitschakelen. En maatregelen nemen.'

Aan het woord is hoogleraar Communication Science and Artificial Intelligence Tibor Bosse van de Radboud Universiteit, die 'singularity' beschrijft: de hypothese dat 'artificial intelligence' (AI) zo slim wordt dat het meer invloed krijgt op de ontwikkeling van de maatschappij dan de mens.

Meer dan eens heeft de onlangs overleden Britse natuurkundige Stephen Hawking hiervoor gewaarschuwd. Entrepreneur Elon Musk lanceerde begin april de documen-

taire *Do You Trust This Computer*, waarin wordt geschetst hoe kunstmatige intelligentie de samenleving en de mensheid kan veranderen.

Superintelligentie

Het zijn niet de enige zorgen die heersen rond artificial intelligence, maar wel de meest extreme, volgens hoogleraar Bosse. Theoretisch kan hij ze niet uitsluiten, maar de wereld is volgens hem nog mijlenverweg van singularity. 'We lossen fantastische problemen op met AI, en er zullen de komende jaren nog veel successen volgen, maar we zitten op slechts een paar procent van dat futuristische beeld van een soort superintelligentie die alles kan en alle

taken van mensen overneemt.'

Volgens Elon Musk is die stap helemaal niet zo groot. Door de enorme hoeveelheid data die worden vastgelegd, geïnterpreteerd en gebruikt, zijn wij mensen straks niet meer onze eigen regisseur, is zijn opvatting. 'Nothing will affect the future of humanity more than digital super-intelligence', aldus de medebedenker van Tesla begin april op Twitter.

Fondsmanager Richard Glode, die namens het Janus Henderson Global Technology Fund onlangs groter is gaan beleggen in artificial intelligence, noemt dat soort uitingen rond singulariteit en machines die de wereld overnemen, overdreven. Bovendien is de uitwerking ervan volgens hem dat de mogelijkheden van AI op de korte termijn overschat worden. 'Dergelijke opwinding trekt veel beleggerskapitaal aan, wat kan leiden tot buitensporige waarderingen.'

Peter Lingen van het \$7 mrd grote Pictet Robotics Fund vreest daar voorlopig niet zo voor. De waarderingen van roboticabedrijven liggen volgens hem over het algemeen al

MACHINES KUNNEN MENSELIJKE WAARDEN VERGETEN

enkele jaren op eenzelfde hoogte. De gemiddelde enterprise value/ebitda (= marktkapitalisatie + schulden - cash gedeeld door winst voor intresten, belastingen, waardeverminderingen en afschrijvingen) van zijn eigen portefeuille ligt stabiel op ongeveer 12. Daarbinnen zijn volgens Lingen bovendien nog genoeg interessante bedrijven te vinden voor beleggers, momenteel vooral onder de largecaps.

Terug naar de risico's van AI, en de vraag of die worden onderschat. Lingen sprak tijdens recente reizen met de bedrijfstoppen van verschillende van de 250 roboticabedrijven waar hij namens Pictet in kan beleggen. Daarmee heeft hij het onder meer gehad over risico's en actuele missers van AI, zoals het dodelijke ongeval dat onlangs werd veroorzaakt door een zelfrijdende auto.

Te snel gegaan

'Daar reageert de industrie op, door zichzelf de vraag te stellen of het niet iets te snel is gegaan. En het is snel gegaan. Als je het twee jaar geleden met beleggers over een zelfrijdende auto had, lachten ze om je. Mensen geloofden niet dat dat zo snel werkelijkheid kon worden. Natuurlijk zijn er haperingen in dit soort technologieën, en discussies over de inzet ervan. Maar je moet de mediahysterie rond zo'n ongeluk wel in het perspectief zien van het langetermijndoel van zelfrijdende auto's en het toevoegen van dit soort technologieën aan auto's. Jaarlijks komen 1,3 miljoen mensen om bij een auto-ongeluk. Het doel van zelfrijdende auto's is juist om meer van die levens te redden. En er worden goede resultaten geboekt rond dat doel, kijk maar naar de statistieken.'

Waar de risico's van het verdwijnen van banen door automatisering en de noodzaak om de vaardig-

heden van werknemers op peil te houden eveneens besproken wordt in die gesprekken tussen Lingen en de managementteams van robotica-bedrijven, komt iets als singularity niet aan bod. Lingen: 'Dat ligt wel heel ver af van alles dat we vandaag de dag zien.'

Vaste regels

Bosse van de Radboud Universiteit legt het verschil tussen de actuele problematiek en het doemscenario dat Musk schetst uit aan de hand van de kaders waarbinnen AI plaatsvindt. 'De robot die enkele jaren geleden een ingewikkeld Japans bordspel won van de heersende wereldkampioen, slimme computers in de medische sector die ziekten beter kunnen voorspellen dan doktoren: bij al dit soort successen liggen de regels vast, zijn de mogelijkheden uiteindelijk beperkt. Dat is heel wat anders dan functioneren in een wereld die een context heeft, waar je met mensen en hun belangen, wensen en emoties te maken hebt.'

Daarnaast is Bosse van mening dat deze zorgen te veel aandacht krijgen ten opzichte van andere ethische vraagstukken rond AI die urgenter en actueler zijn.

Samen met de andere schrijvers van een nationaal manifest over de toekomst van de AI-wetenschap heeft hij drie thema's rondom kunstmatige intelligentie vastgesteld. Twee daarvan vormen volgens hem een concreet risico: enerzijds de ontwikkeling dat machines hun besluit niet kunnen uitleggen, anderzijds de mogelijkheid dat zelflerende systemen vooroordelen kunnen ontwikkelen op basis van data, omdat ze de menselijke normen en waarden uit het oog verliezen.

Dan is er nog, niet te vergeten, de gebruiker. Bosse: 'Vergeet niet dat AI uiteindelijk een neutrale techniek is, die zoals elke technologie op goede en slechte manieren gebruikt kan worden.'

LENNEKE ARTS IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

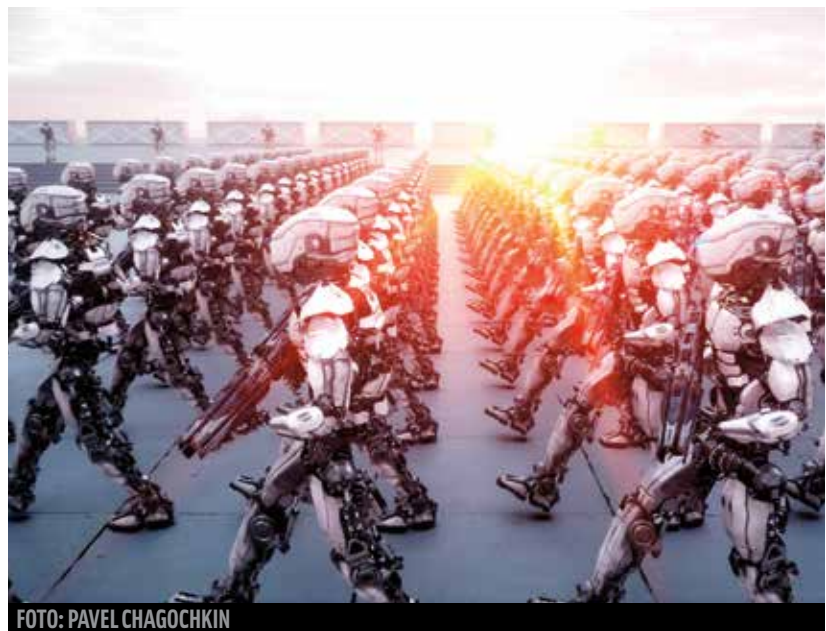


FOTO: PAVEL CHAGOCKIN

THEMA: PROTECTIONISME



HARDSTE KLAPPEN

De Amerikaanse consumententak zou wel eens het hardst geraakt kunnen worden.

PAGINA 43-44



CHINA'S TROEF

Wat als China besluit zijn enorme berg aan Amerikaanse staatsobligaties te verkopen?

PAGINA 48-49

EN VERDER

GREAT AGAIN

Ondanks alles is Trump goed voor de economie.

PAGINA 46-47

AANVAL OP HET STELSEL

Achter het protectionisme gaat de strijd om de wereldheerschappij schuil.

TEKST CEES VAN LOTRINGEN

Het heeft iets van een luguber sprookje: een zandstorm die opsteekt in het kielzog van de komst van een nieuwe president. Dat is wat er gebeurde toen Donald Trump in januari 2017 werd beëdigd tot het nieuwe staatshoofd van de Verenigde Staten. Sindsdien raken vrijwel alle instituties die na de Tweede Wereldoorlog zijn opgebouwd, bedekt onder een laag fijn zand.

Trump heeft het multilateralisme afgezworen. Hij gelooft er niet in. 'I do bilateral', zegt hij. Niet onbegrijpelijk als je het machtigste land ter wereld verte-

genwoordigt, of als je een in het commercieel vastgoed gepokt en gemazelde onderhandelaar bent. Want Trump is een man die maar twee uitslagen kent: winnen of verliezen. Met een win-win-situatie, zoals die stamt uit het tijdperk van het multilateralisme, heeft hij niets.

Het internationale antwoord op Trumps' bilateralisme heet plurilateralisme. Dat is wat minister Kaag van Buitenlandse Handel betitelt als de 'coalitions of the willing'. Dat zijn telkens weer nieuwe gelegheidsallianties, omdat wereldwijde samenwerking in multilaterale organisaties als het IMF, de Wereldbank en wereldhandelsorganisatie WTO steeds moeilijker wordt.

President Trump voelt zich in zijn element nu de zandstorm hem als een lange cape overal volgt waar hij gaat. De

verwarring en de chaos die daarvan het gevolg zijn, deren hem niet. Integendeel. Hij weet er veel beter mee om te gaan dan wie van zijn opposanten ook. De enige die de macht, de vastberadenheid en de sluwheid lijkt te hebben om de VS en Trump te weerstaan is China.

Dat Trump het multilateralisme heeft afgezworen, verbaast op zich niet. Als hij het niet had gedaan, dan wel een andere Amerikaanse president. Want het naoorlogse institutionele bestel dat onder Amerikaanse architectuur vorm is gegeven, piept en kraakt. De VS beginnen de voordelen van dat systeem te verliezen: de tekorten op de lopende rekening en op de handelsbalans nemen niet noemenswaardig af, terwijl de dollar aan kracht verliest doordat opposanten naar alternatieven zoeken, zoals

de zogenoemde petrodollars.

Het wereldbeeld van de zero-sum game dat Trump aanhangt, waarin het verlies van de een de winst van de ander is, en dat nu concreet neerslaat in zijn handelsprotectionisme, bewijst volgens het Peterson Institute for International Economics (PIIE) dat de president niet weet waar hij het over heeft. PIIE spreekt van vijf misconcepties.

Zo zijn handelstekorten of -overschotten slechts een kwestie van uit- en inlenen. De VS kunnen door de grote, sterke economie en de historische rol van de dollar goedkoop inlenen en kunnen dus een langdurig handelstekort veroorloven. Daarmee wordt oververhitting van de economie voorkomen. PIIE stelt dat zonder dat tekort de inflatie en de rente in de VS hoger zouden zijn en de hoogconjunctuur niet zo lang zou voortduren.

Trumps misconcepties

Normaal gesproken zouden landen met een handelstekort een hogere rente hebben, maar in ontwikkelde landen als de VS is dat niet het geval, zodat het buitenland het Amerikaanse begrotingstekort, de bedrijven en de infrastructuur financiert. Op de langere termijn is dat echter onhoudbaar, omdat een handelsoverschot juist een reddingsboei is voor een land dat in een recessie belandt. Voormalig Fed-president Ben Bernanke gaf in dat kader in 2011 een duivels scenario af: China houdt zijn nationale munt bewust laag om het Amerikaanse handelstekort hoog te houden en diens kwetsbaarheid te laten voortbestaan.

President Trump denkt echter dat het Amerikaanse handelstekort een gevolg is van het feit dat andere landen te hoge importtarieven aanhouden. Onzin, zegt PIIE: Zwitserland en Singapore hebben de laagste handelsbarrières en de hoogste handelsoverschotten. Als de VS de import naar de VS bemoeilijken, dan heeft dat gevolgen voor de dollar:

andere landen verkopen dan minder aan de VS en hebben dus minder dollars om Amerikaanse producten te kopen. Dollarschaarste zorgt voor een hogere dollarkoers en maakt Amerikaanse producten dus minder aantrekkelijk.

Zo legden de VS in 1930 handelsbelemmeringen op voor 20.000 buitenlandse producten. Andere landen namen vergeldingsmaatregelen, waardoor de Amerikaanse export met 60% daalde. Economen zeggen dat deze misstap indertijd bijdroeg aan de Grote Depressie, het populisme en de wereldoorlog die in 1939 uitbrak.

Volgens PIIE is het onzin dat een handelstekort niet verminderd kan worden zonder een handelsoorlog te beginnen. De Amerikaanse regering heeft meerdere instrumenten, die onder internationaal recht zijn toegestaan, zoals fiscaal beleid, valuta-interventies en controle van buitenlandse kapitaal. Maar dat kost tijd en dat heeft een ongeduldig man als president Trump niet. Hij is de man van de actie, zodat hij importtarieven heeft aangekondigd op 1300 Chinese producten, met een exportwaarde van \$50 mrd.

De consensus is dat China wel zal inbinden, omdat voor de Chinezen meer op het spel staat dan voor de Amerikanen, maar de wereldhandelsorganisatie ziet het risico dat deze 'play chicken' het producentenvertrouwen en de investeringsbereidheid aantast. De WTO heeft al de verwachting ingeboekt dat de groei van de wereldhandel

vertraagt: van 4,7% in 2017 naar 4,4% dit jaar. De wereldwijde groei komt dit jaar uit op 3,9% en blijft hoog. Volgens het IMF is dat voor de helft te danken aan het economisch en fiscaal beleid van Trump. Hiervan is een substantieel deel terug te voeren op de belastingverlagingen die hij beoogt. Maar zonder risico is deze Amerikaanse cocktail van 'zoet en zuur' dan ook niet: Trump wil grootschalig investeren. Want het begrotingstekort stijgt naar 5% en het tekort op de lopende rekening loopt op.

'New kids on the block'

Achter de toenemende vijandigheid op handelsgebied gaat de echte strijd schuil: de wereldheerschappij. Het verleden laat aan de hand van de suprematie van Groot-Brittannië (en de Nederlandse Republiek in de zeventiende eeuw) zien hoe de wisseling van de wacht doorgaans gaat: een land overtuert een dominante handelspositie, die behalve met een handelsoverschot ook met een spaaroverschot gepaard gaat. Daaruit komt een dominant financieel centrum voort, met een sterke valuta, die voor politieke macht zorgt, zo luidt het bewezen recept van de 'new kid on the block', schrijven de auteurs van de studie *Power and Plenty*. Doorgaans gaat het haasje-over niet zonder slag of stoot. Vaak, zo stelt de historische econoom Jan Luiten van Zanden, gaat daar een fase van oplopende spanning aan vooraf: globalisering slaat om in deglobalisering en protectionisme, zoals in de negentiende eeuw tussen Europa en de VS het geval was en in de zeventiende eeuw de Republiek der Zeven Verenigde Nederlanden fataal werd. Het was een gelegenheidsverbond, een 'coalition of the willing' zoals minister Kaag zou zeggen, die met een invasie in 1672 de suprematie van de Hollanders in de knop zou breken. ■

DE ENNE HEGEMONIE DOET HAASJE- OVER MET DE ANDERE

CEES VAN LOTRINGEN IS REDACTEUR VAN
FONDSNIEUWS.

AMERIKAANSE BEDRIJVEN ZULLEN HET ZWAAR KRIJGEN

APPLE HAALT BIJNA EEN KWART VAN DE OMZET UIT CHINA

Hoewel de aangekondigde handelrestricties van de VS en China eerst vooral de staalindustrie leken te raken, zou de Amerikaanse consumententak wel eens het hardst geraakt kunnen worden.

TEKST LENNEKE ARTS

De uitstroom van geld van beleggers uit de Amerikaanse 'consumer staples'-sector begin april, was groter dan uit welke sector dan ook, bemerkte Philippe Roset, hoofd SPDR-etf's Nederland bij State Street Global Advisors. Beleggers trokken in een week tijd \$1,2 mrd uit etf's terug die beleggen in de sector.

De reactie van beleggers op de aangekondigde importtarieven van president Trump op staal en aluminium was anders: ze trokken de handen af van industrials en materials. Een reactie die volgens Roset vooral sentimentgedreven was, in plaats van een reactie op de daadwerkelijke impact die deze tarieven kunnen hebben. Dit omdat de exposure naar aluminium van de bedrijven in de Amerikaanse materials-sectorindex met 2,5% eigenlijk zeer beperkt is. Bovendien was er eind april weer instroom in beide sectoren.

Uiteindelijk zal het volgens Roset meer gaan over de vraag wat het hoofdthema wordt van het handelsconflict



APPLE HAALT 22% VAN ZIJN OMZET UIT CHINA. FOTO: HOLLANDE HOOGTE

tussen de VS en China. Want wat begon als beschermingsmechanisme voor de Amerikaanse staalproductie, is overgegaan in een behoefte om het handels tekort op te lossen en een poging om China te laten stoppen met het kopiëren of stelen van intellectueel eigendom.

Ook Marhijn Visser, secretaris internationaal ondernemen bij brancheorganisaties VNO-NCW en MKB-Nederland, wijst op de verschillen tussen de aangekondigde maatregelen en de daarmee gepaarde gevolgen. In het bijzonder het verschil tussen de aangekondigde importheffingen op staal en aluminium enerzijds en de in april aangekondigde extra heffing op 1300 Chinese goederen – vooral high-tech – anderzijds.

‘Beide procedures zijn nog in de maak. Mochten de importheffingen op staal en aluminium doorgaan, zal de EU moeten kijken of het geen vrijwaringsmaatregelen wil nemen. De kans bestaat daarbij dat extra Chinees staal de Europese markt op stroomt: ongunstig voor onze staalproducerende industrie, maar gunstig voor onze verwerkende industrie.’

Machinery en motorvoertuigen

Worden de invoertarieven op de honderden Chinese producten doorgevoerd, dan heeft dat volgens Visser vooral effect op chemicaliën, industrial equipment, machinery en motorvoertuigen.

Roset wijst in het kader van de tweede maatregel nog op de samenwerkingsverbanden tussen Chinese en Amerikaanse bedrijven. ‘Als het door nieuwe maatregelen voor hen lastiger wordt om informatie te delen of als overnames worden geblokkeerd, dan gaat dat doorwerken in de Amerikaanse technologiesector, maar ook in een sector als financial services.’

De bemoeilijking van samenwerking tussen Amerikaanse en Chinese bedrijven vormt niet de enige reden dat deze – en andere – Amerikaanse

sectoren het zwaar kunnen krijgen bij de uitwerking van protectionistische maatregelen. Het missen van China als afzetmarkt is er nog eentje. Techbedrijf Apple haalt volgens de Amerikaanse krant USA Today bijvoorbeeld meer dan 22% van zijn omzet uit China, voor transportbedrijf Expeditors International is dat zelfs 30%. Op sectorniveau is de Amerikaanse IT-sector het meest afhankelijk van het buitenland, volgens de krant, gevolgd door materials en industrials.

Hoe de flows zich in de toekomst zullen ontwikkelen, zal grotendeels afhankelijk zijn van hoe de importtarieven daadwerkelijk geïmplementeerd gaan worden. Roset: ‘Iets als een televisie wordt dan wel uit Korea of Taiwan aan Amerika geleverd, maar er zijn wel onderdelen vanuit China tijdens het assembleren gebruikt. Hoe zal een bepaald tarief of protectionistische maatregel in die hele productieketen een impact hebben?’

Retailers en de consument

De verwachting van State Street is dat Amerikaanse retailers linksom of rechtsom de dupe worden van dat soort vraagstukken. Roset: ‘Zeer waarschijnlijk betekent het namelijk dat de prijzen omhoog gaan. Uiteindelijk ook voor de Amerikaanse consumenten, maar in eerste instantie moeten de retailers daarmee om weten te gaan. Dat kan vervolgens ook invloed hebben op de inflatiecijfers in de VS.’

‘RETAILERS IN DE VS ZULLEN HOE DAN OOK DE DUPE WORDEN’

Hoewel de gevolgen in Amerika en China het grootst lijken te zijn, kan daadwerkelijke invoering van de maatregelen ook invloed hebben op Europa. Net als in de Verenigde Staten zouden ook hier techbedrijven en financials de gevolgen kunnen gaan voelen. Bij Europese techtrackers was begin april sprake van uitstroom, maar over de hele maand genomen is er geen significante in- of uitstroom. Kijk je naar Europese financiële waarden, dan stond voor de gehele financial-etf-markt de teller in de eerste drie weken van april op minus \$ 120 mln, terwijl de financials SPDR-etf toch nog \$ 42 mln mocht verwelkomen.

Hoe dat voor Nederland in het bijzonder zit, hangt volgens Visser van VNO-NCW en MKB-Nederland vooral af van eventuele concessies van de Europese Commissie aan de Amerikanen. ‘Stel bijvoorbeeld dat de EU de tarieven voor auto’s en automotieve verlaagt, dan heeft dat hier effect.’

Profiteren

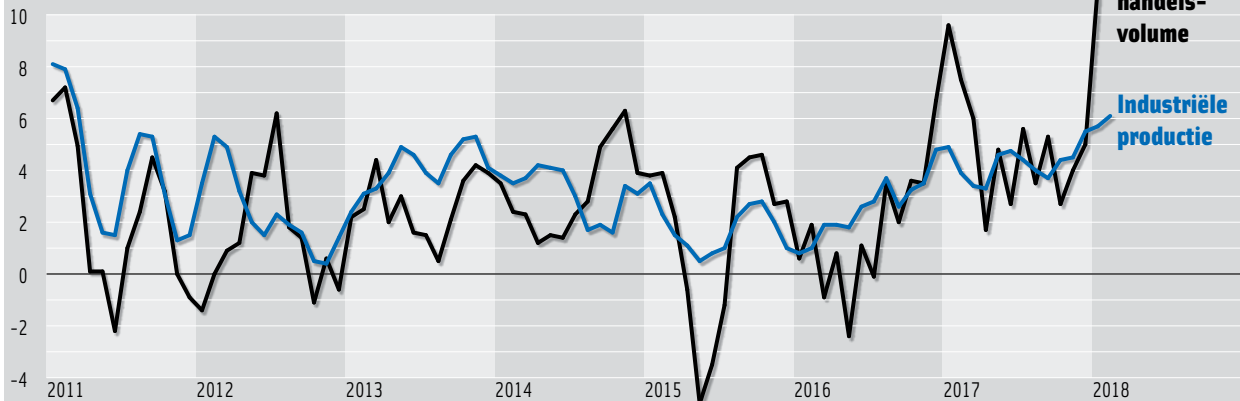
Intussen zijn er ook sectoren die juist kunnen profiteren van de spanningen tussen de VS en China. Roset noemt consumer staples in Europa, en wereldwijd nutsbedrijven. De rotatie van cyclische naar defensieve sectoren is al gaande, volgens Roset. Daarnaast is er veel interesse voor de energiesector, maar dat staat los van het handelsconflict.

Komt het tot een escalatie, dan kan dat volgens Roset zorgen voor een grote reactie in de allocatie naar sector-etf’s. ‘Bijvoorbeeld als er een inreisverbod komt voor Amerikanen in China. Dan zal de hele financiële dienstverlening vanuit Amerika in China opdrogen. Maar dat behoort tot 1 van de 100 variaties.’ ■

LENNEKE ARTS IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

Wereldhandel en industriële productie

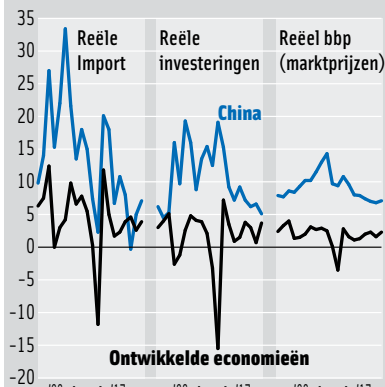
(driemaands gemiddelde, geannualiseerd)



Graphics: Paul Mouwes | Bron: IMF

China dicht gat

Prestaties beter dan Westerse landen, 1998-2017



Bron: IMF

Export vakt af

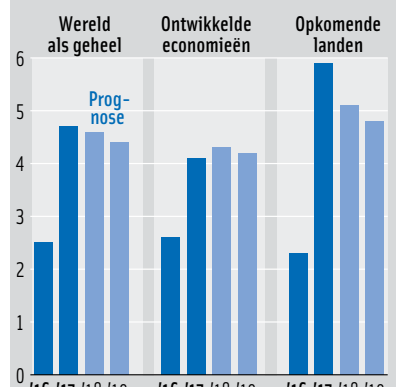
Bbp-groei in %, 1999-2023



Bron: IMF

Stagnatie op hoog niveau

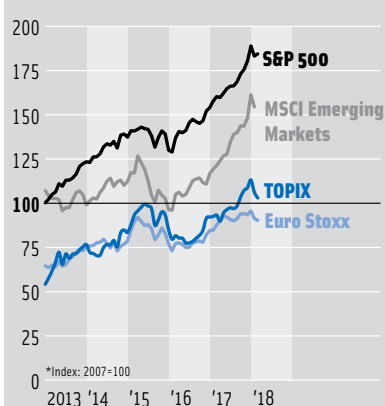
Groei wereldhandelsvolume (jaar op jaar %)



Bron: IMF

"USA heats up"

Aandelenmarkten, 2013 - 2018, geherindexeerd*



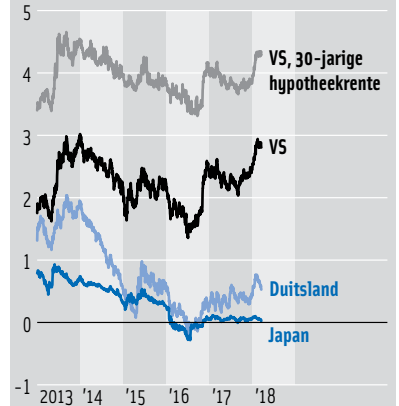
Bron: IMF

WERELDECONOMIE IN HOOGSTE VERSNELLING

Sinds medio 2016 wordt het herstel van de wereldeconomie breder en sterker en bevindt de groei zich op het hoogste niveau sinds 2010. Zorgen zijn er om het hoge schuldenniveau en er is twijfel of beleidsmakers brede, inclusieve groei kunnen bewerkstelligen. Vooral ontwikkelde economieën staan voor grote uitdagingen, waarschuwt het IMF.

Stijgende rente in VS

Sleutelrentes 2013 - maart 2018



Bron: IMF

'MAKE AMERICA GREAT

VRIJERE WERELDHANDEL IS GOED VOOR IEDEREEN

Geen Amerikaanse president roept zoveel emoties op als Donald Trump. Je houdt van hem of je haat hem. Ondanks deze controversie is deze president goed voor economie en beurs, oordeelt de cio van Rabobank.

TEKST HAN DIEPERINK

De mens onderscheidt zich van al het andere leven door het vermogen om verhalen te vertellen. De complexe samenwerking tussen mensen vergt een gemeenschappelijk doel. Maar verhalen hebben ook een grote invloed op economie en beurs. Keynes beschreef de invloed van de 'animal spirits' op de economie. Meer recent onderkende professor Shiller het belang van het verhaal in het nieuwe gebied van de 'narrative economics'. Trump is in de eerste plaats een marketeer, dus een verhalenverteller. De Amerikaanse verkiezingsuitslag bewijst de kracht van marketing in het internettijdperk waarin virtuele verhalen acuit viraal gaan. Waarheid is een subjectief begrip geworden en daar heeft Trump handig gebruik van gemaakt. De kracht zit bij marketing in de herhaling. Het contrast tussen de boodschap van 'Make America Great Again' en het sombere verhaal van de structurele stagnatie, kan bijna niet groter. De nieuwe boodschap heeft de animal spirits doen ontwakken. Het vertrouwen onder consumenten en producenten is mede daardoor tot recordniveaus gestegen.



PRESIDENT DONALD TRUMP VAN DE VERENIGDE STATEN FOTO: HOLLANDSE HOOGTE

AGAIN'

Ook na de verkiezingscampagne is de twitterende Trump vrijwel dagelijks in het nieuws. Hij komt veel van zijn verkiezingsbeloftes na. Obamacare afschaffen lukt niet, maar dat is de uitzondering op de regel. Recent herstelde hij de geloofwaardigheid van de Verenigde Staten door opnieuw te acteren op de rode lijn waar Syrië overheen ging. Hij erkende Jeruzalem als de hoofdstad van Israël. Iets wat de vier presidenten voor hem beloofden, maar nooit konden waarmaken. En zoals gezegd trok hij zich terug uit het klimaatakkoord van Parijs, liet andere Navo-leden meer bijdragen, benoemde conservatieve rechters in het Hooggerechtshof en zorgde terloops ook nog even dat het kalifaat werd geëlimineerd. Voor beurs en economie is vooral van belang dat Trump de belastingen sterk heeft verlaagd en dat hij vergaand dereguleert. Op dit moment probeert hij het tekort op de handelsbalans terug te brengen, ook een van zijn verkiezingsbeloftes.

Onconventioneel

De onconventionele aanpak van Trump volgt op onconventioneel monetair beleid. Bij Trump is het een drieluid van onconventioneel fiscaal, onconventioneel economisch en onconventioneel handelsbeleid. Alle drie zorgen voor een structureel hogere groeivoet van de Amerikaanse economie. Lagere belastingen zijn altijd positief. De mate waarin is onconventioneel, evenals het moment waarop. Niet eerder zijn belastingen zo sterk verlaagd, terwijl er sprake is van vrijwel volledige werkgelegenheid. Deregulering is ook een beproefd middel om

het economisch groeipotentieel te optimaliseren. Onconventioneel is ook hier de mate waarin, inclusief de benoeming van regelhaters bij de verschillende toezichthouders. Sinds de toetreding van China tot de Wereldhandelsorganisatie in 2001 boekt men in de diverse Doharondes geen enkel resultaat. Dat terwijl China, Japan en ook de Europese Unie impliciet of expliciet veel protectionistischer zijn dan de VS. Trump probeert nu deze handelsbarrières te slechten. De meest waarschijnlijke uitkomst is dat deze landen water bij de wijn zullen doen en hun grenzen meer openstellen voor de buitenwereld.

De hogere reële economische groei die mogelijk wordt gemaakt door lagere belastingen, deregulering en minder handelsbarrières zijn van invloed op de neutrale rentevoet. De neutrale rente is het niveau van de rente waarbij er sprake is van volledige werkgelegenheid en een stabiel inflatieniveau. Prijzen stijgen als de marktrente beneden de neutrale rente staat en dalen wanneer de marktrente boven de neutrale rente komt. Staat de beleidsrente veel lager dan de neutrale rente dan is dat een uitnodiging om meer risico te nemen. Meer risico betekent meer leverage. Rente is immers de prijs van geld. Door te werken met geleend geld, stijgen bestaande activa in prijs. Aangezien alle activa in handen zijn van de rijken, neemt daardoor de kloof tussen rijk en arm toe. Bovendien kopen rijken liever bestaande activa (met een zekere kasstroom)

**TRUMP IS EEN
MARKETEER.
HIJ IS EEN
VERTELLER
VAN VERHALEN**

dan nieuwe activa (met een onzekere kasstroom). Het gevolg is minder investeringen, lagere productiviteitsgroei en een lagere structurele groeivoet. De armer worden nog armer en inkomensverschillen nemen toe met als gevolg maatschappelijke instabiliteit. Stijgt de rente tot boven het neutrale renteniveau dan staan centrale bankiers op de rem. Maar hun doel is tegenwoordig om inflatie omhoog te krijgen en tegelijk zo veel mogelijk beleidsruimte creëren voor de volgende neergang in de economie. De vraag waar de beleidsrente naar toe kan, hangt dus af van waar de neutrale rente staat. Gaat de economische groeivoet structureel omhoog, dan kan ook de rente omhoog.

Globalisering

Door globalisering is het belang van de nationale staat afgenomen. Een deel van de bevolking heeft sterk geprofiteerd van globalisering, een ander deel is slachtoffer geworden. Deze frictie raakt het cement van de maatschappij. De wil om samen te leven is afgenomen. In de politiek is de traditionele links-rechts-verdeling verdwenen. Tegenover de progressieve elite staan nu conservatieve populistten. Trump kan de verkiezingen in november winnen als hij een deel van de progressieve elite weet te overtuigen, bijvoorbeeld door succes op het gebied van een vrijere wereldhandel. Zijn schijnbare onvoorspelbaarheid geeft hem speltheoretisch een sterke onderhandelingspositie om bilateraal handelsakkoorden te sluiten. China was toch al geneigd om het land verder open te stellen voor buitenlandse concurrentie. Ook de hervormingen van Abe zouden profiteren van meer buitenlandse invloed en in Europa zouden minder handelsbarrières de brexit eenvoudiger maken. Vrijere wereldhandel is goed voor iedereen. ■

HAN DIEPERINK IS CHIEF
INVESTMENT OFFICER BIJ
RABOBANK.



CHINA'S TROEFKAART: AMERIKAANSE SCHULD

RENTE STEIL OMHOOG ALS DEZE KAART OP TAFEL KOMT

China heeft ten minste \$ 1200 mrd aan Amerikaanse staatsobligaties in handen. Dit kan het ultieme wapen vormen in de confrontatie tussen de twee economische giganten. Wat als het land dit wapen schietklaar maakt?

TEKST ARNOUD VEILBRIEF

Op 10 januari bracht Bloomberg opvallend nieuws: volgens anonieme Chinese officials was China van plan om minder Amerikaanse staatsobligaties te kopen of daar zelfs tijdelijk mee te stoppen. De opwaartse druk op de Amerikaanse rentes kreeg een flinke impuls en stuwde de tienjaarsrente naar het hoogste niveau sinds maart 2017. Een dag later ontkende China het bericht, waarna de koersen zich herstelden. De dagen daarna werd er druk gespeculeerd over de reden van het misverstand. Wilde China een signaal aan de VS afgeven?

Het bericht van Bloomberg kwam op een moment dat president Trump al bezig was om zijn verkiezingsbelofte waar te maken om China aan te pakken. Het handelstekort van de VS is volgens Trump de schuld van een 'oneerlijke' behandeling van Amerikaanse bedrijven en een bijna levenslange obsessie van de president. Sinds februari dit jaar is het verbale geschut niet van de

lucht, met over en weer dreigementen met steeds zwaardere importheffingen.

'Ik denk nog steeds dat er een deal komt', zegt Arjen van Dijkhuizen, econoom bij ABN Amro. 'De kans dat al dat wapengekletter daadwerkelijk tot uitvoering wordt gebracht, lijkt me klein. Trump wil als een dealmaker de geschiedenis ingaan, niet als troublemaker.' Maar obligatiebelegger Pimco waarschuwt in zijn blogs voor te veel optimisme, omdat ontmoetingen tot nu toe niets hebben opgeleverd en de Amerikanen de 'overtuiging' hebben dat China vals spel speelt. Daarbij: het grootste deel van de producten die nu op de lijst staan kan de VS ook uit andere landen importeren. China is als exportecono-

WERKNEMERS IN DE VS BETALEN DE PRIJS, VINDT TRUMP

mie afhankelijker van de VS dan andersom. Het handelsvolume waarover China hogere tarieven kan heffen is ook beperkt. Dit gaat om \$ 130 mrd.

Staatsschuldfinanciering

De keerzijde van deze onbalans is de staatsschuldfinanciering van de VS door China. De afgelopen decennia heeft China een groot deel van zijn handelsoverschot belegd in Amerikaanse staatsobligaties. Het is een kringloopsysteem dat tot voor kort werkte naar tevredenheid van beide landen, zegt Maarten Spek, senior financieel analist bij ECR Research. 'China houdt de yuan laag en de Amerikaanse consument profiteert van goedkope Chinese import. Trump kijkt daar anders tegenaan. De consument profiteert, maar de prijs wordt betaald door Amerikaanse werknemers van bedrijven die de productie naar China hebben verplaatst en door Amerikaanse bedrijven die lastig toegang krijgen tot de Chinese markt of daarvoor hun technologische geheimen moeten prijsgeven.' Staat dit systeem op de helling? En wie heeft nu macht over wie?



DE CHINESE PRESIDENT XI JINPING FOTO: REUTERS

‘De Chinezen hebben de touwtjes in handen’, zegt Bob Homan van ING Investment Office. ‘Als ze de nucleaire optie gebruiken gaat de rente steil omhoog. De korte rente stijgt nu al, de inflatie neemt toe.’ Als dat gebeurt kunnen de groei-ramingen flink bijgesteld worden, zegt Dijkhuizen. ‘Maar dat zou ook als een boemerang terugkeren naar de Chinezen. Daarom verwacht ik het niet.’

Gene Frieda, hoofd Forex-strategie bij Pimco, is het daarmee eens. ‘Het zou slecht zijn voor Amerikaanse aandelen, maar als China Amerikaanse schuld zou inruilen voor schuld van andere landen, zou de yuan stijgen tegenover de dollar. Daarmee zou China een extra onwenselijk effect te verduren krijgen, boven op een lagere groei van de wereldeconomie als gevolg van lagere Amerikaanse groei.’

Met een aankoopstop, laat staan dumping van staatsobligaties door de

Chinezen houdt vrijwel niemand rekening. ‘Maar ze kunnen het wel rustiger aan doen’, zegt Homan. ‘Ze kunnen het als dreigement gebruiken als de Amerikanen niet tot onderhandelen bereid zijn. Dat zal hen zelf ook raken. De waarde van hun obligaties zal dalen, maar daar kijken ze niet naar. Dat is papieren verlies.’

Financieringsprobleem

De belastingverlagingen en de hogere defensie-uitgaven voor de komende jaren zorgen voor een hogere financieringsbehoefte bij de Amerikaanse overheid. Naar schatting \$1000 mrd als gevolg van de belastinghervormingen over de komende 10 jaar. Daarbovenop komt nog eens circa \$300 mrd aan extra uitgaven voor onder andere defensie de komende twee jaar. De vraag is wie de grotere tekorten gaat financieren. ‘De Fed is als partij weggevallen’, zegt Maarten Spek van ECR

Research. ‘Die zijn nu zelfs nettoverkoper van staatsobligaties. Daarnaast is Trump bezig met het terugdraaien van Dodd-Frank, waardoor banken minder veilige staatsobligaties op de balans hoeven te houden. Dus wie die schuld gaat kopen, is wel de vraag.’

De machtsbalans is ten nadele van de VS verschoven, vindt Homan. ‘Ze zijn kwetsbaarder geworden. Zeker in dit klimaat van oplopende spanningen.’ Frieda van Pimco ziet dat anders. ‘Als China zich terugtrekt, zullen andere landen in de markt stappen om daarmee hun riskantere activa te hedgen.’ Homan relativeert de zwakkere positie van de VS ook wel weer. ‘Ze kunnen naar klassieke grote kopers van hun treasuries gaan, zoals Japan en Saoedi-Arabië. En uiteindelijk is er altijd nog de Fed.’

Ook als het vuur tussen China en de VS geblust wordt, is het de vraag of de veenbrand niet zal doorwoekeren, met verschuivingen in de financiële relatie tussen de grootmachten als gevolg. Frieda: ‘Een centrale vraag voor ons is of ook andere Aziatische landen minder zullen interveniëren om hun munt stabiel te houden ten opzichte van de dollar. Dan verwachten we meer beweeglijkheid in de wisselkoersen en minder steun voor Amerikaanse obligaties. Met een hoger financieringstekort, een hoger tekort op de lopende rekening en minder valuta-interventies van Aziatische landen wordt het voor de VS duurder om schuld te financieren.’

China en de VS zijn tot elkaar verordeelde rivalen. Zou een minder wederzijds afhankelijke band niet gezonder zijn? ‘Ik denk dat ze dat alle twee graag zouden willen’, zegt Homan. ‘De VS willen dat handelstekort omlaag brengen en China wil al jaren de economie minder exportafhankelijk maken. Maar het gaat decennia duren voordat er een evenwicht is.’ ■

MADE IN CHINA?

J-31



De door Amerika aangekondigde importheffingen lijken volgens vermogensbeheerder IBS Capital Allies sterk op een poging om de kosten van het door China gestolen intellectuele eigendom te compenseren. Zo lijkt het Chinese gevechtsvliegtuig J-31 bijvoorbeeld sterk op de F-35 (ook bekend als de joint strike fighter) van Martin Lockheed.

'De ceo van Lockheed, Marillyn Hewson, zat dan ook pontificaal bij Trump aan tafel toen laatstgenoemde de papieren tekende om de importheffingen te bekrachtigen', schrijft de IBS in zijn jongste kwartaalverslag.

Het intellectuele eigendom is van groot belang voor de VS. Staal en aluminium maken slechts voor 2% deel uit van het bnp. De export van technologie telt voor maar liefst 17% mee. 'Wij denken dat het Witte Huis de handelsschermtselingen gebruikt om de "America First"-retoriek te vertalen in een concreet beleid rondom buitenlandse controle van essentiële technologieën', stelt IBS.

Vorige maand blokkeerde Trump de overname van Qualcomm door Broadcom, dat gevestigd is in Singapore. Trump zei hier het volgende over: 'There is credible evidence that leads me to believe that Broadcom [by acquiring Qualcomm] might take action that threatens to impair the national security of the US.' Volgens IBS is de boodschap die het Witte Huis hiermee overbrengt dat het elke overnamepoging zal blokkeren die China een technologische voorsprong geeft.

F-35





PERSONAL FINANCE DAY 2018

HET EVENT VOOR JOUW
FINANCIËLE TOEKOMST

Wanneer is jouw hypotheek afgelost?
Hoeveel spaar je eigenlijk voor je
kinderen? Kom naar Personal Finance
Day 2018, voor advies over sparen,
beleggen, hypotheek, pensioen en nog
veel meer. Want als je je financiële
toekomst goed geregeld hebt, leef je
een stuk zorgelozer.



HUMBERTO TAN
Presentator

RESERVEER SNEL JE TICKET OP FDLIVE.NL

30 MEI – KROMHOUTHAL – AMSTERDAM

MEDE MOGELIJK GEMAAKT DOOR

EEN TOP TIEN WERELDWIJDE VERMOGENSBEHEERDER. DE CIJFERS BEWIJZEN HET.

MEER DAN \$ 1 BILJOEN USD IN ACTIVA ONDER BEHEER.

1.100+ INVESTERINGS-PROFESSIONALS IN 37 KANTOREN
VERDEELD OVER 16 LANDEN.

Wij zijn PGIM - de wereldwijde vermogensbeheerbedrijven
van het in de VS gevestigde Prudential Financial, Inc.

Met gespecialiseerde expertise over vastrentende
waarden, aandelen, onroerend goed en alternatieve
beleggingscategorieën, kunnen onze managers toonaangevende
institutionele en professionele beleggers over de hele wereld
helpen hun langetermijndoelen te bereiken.

Professionele en institutionele beleggers kunnen de langere
weergave bekijken op **pgim.com**.

Uw kapitaal loopt risico en de waarde van beleggingen
kan zowel dalen als stijgen.



OPENBARE EN PARTICULIERE VASTE | AANDELEN | ONROEREND GOED | ALTERNATIEVEN | PARTICULIERE SCHULDEN

IPE Top Asset Managers, juni 2017; gebaseerd op de totale wereldwijde beheerde institutionele activa per 31 december 2016.

Alle andere gegevens vanaf 2017-12-31.

© 2018 Prudential Financial, Inc. (PFI) en de gelieerde entiteiten. PGIM, Inc. is het belangrijkste vermogensbeheerbedrijf van PFI en is een geregistreerde beleggingsadviseur bij de Amerikaanse effecten en aandelen commissie. PGIM is een handelsnaam van PGIM, Inc. en zijn wereldwijde dochterondernemingen. In het Verenigd Koninkrijk wordt informatie uitgegeven door PGIM Limited, een indirecte dochteronderneming van PGIM, Inc. PGIM Limited, statutaire vestiging: Grand Buildings, 1-3 Strand, Trafalgar Square, Londen, WC2N 5HR is geautoriseerd en gereguleerd door de Autoriteit Financiële Gedragscode van het Verenigd Koninkrijk (registratienummer 193418) en terdege gedeponeed in verschillende rechtsgebieden in de EER. Deze informatie is alleen bedoeld voor personen die professionele klanten of in aanmerking komende tegenpartijen zijn in de zin van de Zakelijke Gedragscode van de Autoriteit Financiële Gedragscode. Prudential Financial, Inc. in de Verenigde Staten is niet verbonden aan Prudential plc, met het hoofdkantoor in het Verenigd Koninkrijk. Het PGIM-logo en het Rots-ontwerp zijn servicemerken van PFI en de gelieerde entiteiten, geregistreerd in vele rechtsgebieden over de hele wereld.

PBTN-XUS