



## OUTLOOK: ONGELUK IN SLOW MOTION

BELEGGER MOET ZICH OPMAKEN  
VOOR STRUCTUREEL LAGERE GROEI

**BANKEN VERSLAAN  
REFERENTIE-INDEX NIET**  
PAGINA 32-33

**UBO-REGISTER: RIJKE  
VOELEN ZICH BEDREIGD**  
PAGINA 40-41

**NN IP NEEMT ZICHZELF  
COMPLEET OP DE SCHOP**  
PAGINA 44-46



# Volgens mijn kinderen heb ik nog veel te leren

Beleg verantwoord en schrijf mee aan een nieuw hoofdstuk

[verantwoord.nnip.nl](http://verantwoord.nnip.nl)



**NN investment  
partners**

**You matter**

Deze publicatie is uitsluitend bedoeld voor MiFID professionele beleggers. Deze publicatie is uitsluitend opgesteld ter informatie en is geen aanbod noch een uitnodiging om effecten of een ander beleggingsproduct te kopen of verkopen of om deel te nemen in een handelsstrategie noch het verlenen van een beleggingsdienst noch beleggingsresearch. Hoewel de inhoud van dit document met de meeste zorg is samengesteld en is gebaseerd op betrouwbare informatiebronnen, wordt er geen enkele uitdrukkelijke of impliciete garantie of verklaring gegeven omtrent de juistheid of volledigheid van de informatie. De informatie in deze publicatie kan zonder voorafgaande kennisgeving worden gewijzigd. NN Investment Partners B.V., NN Investment Partners Holdings N.V., noch enig andere vennootschap of onderdeel dat behoort tot de NN Group, noch een van haar bestuurders of werknemers aanvaarden enige aansprakelijkheid of verantwoordelijkheid met betrekking tot de hierin opgenomen informatie. Het gebruik van de informatie in deze publicatie is op eigen risico. Het is niet toegestaan dit document te vermenigvuldigen, reproduceren, distribueren, verspreiden of tegen vergoeding beschikbaar te stellen aan derden, zonder de voorafgaande uitdrukkelijke, schriftelijke, toestemming van NN Investment Partners B.V. De waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. Deze publicatie is niet bestemd voor US Persons als gedefinieerd in Rule 902 van de United States Securities Act of 1933, en mag niet gebruikt worden voor het werven van investeringen of inschrijven op effecten in landen waar dit niet is toegestaan door de lokale toezichthouder of wet- en regelgeving. Op deze disclaimer is Nederlands recht van toepassing.

## VOORWOORD

**H**oewel dit magazine vooral is ingeruimd voor analyses en resultaatbeoordelingen, willen wij u, gewaardeerde lezer, hier informeren over ontwikkelingen rond Fondsnieuws. We hebben ons er dit jaar op gericht om zowel de kwaliteit van onze berichtgeving, alsook de reikwijdte daarvan te verbeteren. Zowel op Fondsnieuws als op ons Belgische zusterplatform Investment Officer streven we naar het brengen van verhalen die voldoen aan de eisen van 'actueel, relevant en uniek'. In de praktijk betekent dat minder, maar hopelijk meer onderscheidende artikelen. De keuze hiervoor is mede ingegeven door het feit dat ook wij er niet aan ontkomen onze lezers een vergoeding te vragen voor onze dienstverlening.

'Recurring income' geeft vanuit bedrijfsmatig oogpunt relatieve rust en zorgt ervoor dat we meer aandacht kunnen geven aan een voortdurende optimalisatie van zowel Fondsnieuws als onze andere initiatieven. Zo hebben we dit jaar een state-of-the-art systeem geïmplementeerd dat onze partners in staat stelt zelf hun content op onze site te plaatsen en ook de effectiviteit van die content te analyseren – daarmee lopen we in de B-to-B-markt internationaal voorop.

Daarnaast hebben we een aantal belangrijke resultaten geboekt: het in 2018 gelanceerde tweetalige platform Investment Officer heeft in België nu meer dan vijfhonderd bedrijven aan boord, een groei van ruim 130%. Daarnaast hebben we magazines in het Frans en Nederlands gedistribueerd en hebben we in Brussel onze eerste kennislunch georganiseerd. Inmiddels zetten we onze eerste schreden in Luxemburg, een markt die een steeds belangrijker hubfunctie in Europa krijgt. Wij willen die belangrijke ontwikkelingen voor al onze lezers in de Benelux volgen.

Tot slot, we hebben dit jaar ook nadrukkelijker ingezet op de institutionele markt. Daarmee volgen we een van onze kerndoelgroepen, assetmanagers. Een steeds groter percentage van hun beheerd vermogen is voor rekening van institutionele partijen. Voor ons was dat aanleiding om Fondsnieuws/Institutioneel te lanceren: een krant die stakeholders wil informeren over onder andere beleggingsoplossingen, -strategieën en risicomanagement.

Zoals Robeco-topman Gilbert Van Hassel zegt in dit magazine: institutioneel en wholesale groeien naar elkaar toe. Dat blijkt uit het toenemende belang van fiduciaire mandaten in de bankensector, zoals Rabobank recentelijk. Wij zien dat wholesale steeds meer naar institutionele oplossingen beweegt, terwijl institutioneel stilletjesaan oog krijgt voor de marketingkracht van wholesale. Naar onze overtuiging zal dat het fundament leggen voor een hybride, zeer concurrerende markt waarin doelbeleggen de maat wordt. In die 'best of both worlds' voelen wij ons als een vis in het water.

Mede namens uitgever Jasper Staring, en het voltallige Fondsnieuws-team, wens ik u veel leesplezier en een succesvol 2020!

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



## COLOFON

**Hoofdredacteur Fondsnieuws**

Cees van Lotringen

**Vormgeving**

Fier.media, Utrecht

**Aan deze editie werkten verder mee**

Frank van Alphen, Lenneke Arts, Manno van den Berg, Han Dieperink, Jasper Haak, Tjibbe Hoekstra, Harm Luttkhedde, Paul Mouwes, Sander Nieuwenhuys, Auke Plantinga, Hein Praats, Féri Roseboom, Yvonne Schreuder, Petra Strijdhorst, Binh Tran

**Contact met de redactie**

redactie@fondsnieuws.nl

**Uitgever**

Jasper Staring

**Sales**

Diederik Klaus (diederik.klaus@fondsnieuws.nl)

**YLD! (Custom media)**

Jorge Groen (jorge.groen@fondsnieuws.nl)

## ABONNEMENTEN

Wilt u dit magazine 6x per jaar thuis ontvangen en onbeperkt toegang tot alle vakinformatie van Fondsnieuws? Neem dan een FN Totaal-abonnement voor slechts €395 (excl. btw) per jaar. Ga voor een overzicht van alle mogelijkheden naar [www.fondsnieuws.nl/abbonementen](http://www.fondsnieuws.nl/abbonementen).

## FONDSNIEUWS

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

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

Het volgende magazine verschijnt op 2 april 2020.

## INHOUD



## EEN ONGELUK IN SLOW MOTION

Het jaar 2020 ziet er best goed uit, stelt hoofdeconoom Marieke Blom van ING, maar op de langere termijn worden structurele veranderingen manifest: een ongeluk in slow motion. voorspelt Blom.

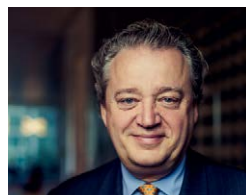
PAGINA 6-8



## ROBECO: 2019 WAS GEMENGD JAAR

Voor Robeco was 2019 een jaar met twee gezichten: voor het derde jaar op rij is er sprake van een recordinstroom en er is het verlies van een groot mandaat. Een gesprek met de topman van Robeco.

PAGINA 30-31



## NN IP BOUWT ZICHZELF OM

NN IP heeft zichzelf volledig op de schop genomen om tot een herpositionering te komen, waarin samenwerking, duurzaamheid en nieuwe bronnen van alpha centraal staan. Gesprek met cio van Nieuwenhuijzen.

PAGINA 44-46



## EN VERDER

### 'PERMANENT LAGERE GROEI IS ONS LOT'

De visie van drie cio's op 2020. Een van hun waarschuwingen luidt: beleggers, onderschat het risico van brexit niet.

PAGINA 11-13

### BEHEERPORTEFEUILLES: RABO AAN KOP

Fondsnieuws onderzocht de modelportefeuilles van de banken en stelt vast dat het moeite kost de index te verslaan.

PAGINA 32-33

### UBO-REGISTER: GEGEVENS RIJKE LIGGEN OP STRAAT

Sommige vermogende families slapen slecht: zijn hun kinderen nog wel veilig nu hun rijkdom zichtbaar wordt in een register?

PAGINA 40-41

### DIEPERINK: VERGEET HET INFLATIERISICO NIET

Han Dieperink gelooft niet zo in voorspellingen, maar hij kan niet nalaten er zelf één te geven: mogelijk aanwakkerende inflatie.

PAGINA 42-43

## RUBRIEKEN

INFOGRAPHIC.....	15
COLUMN.....	25
OVERZICHT INDICES .....	29
INTERVIEWS .....	30-31, 44-46
SECTORANALYSE.....	34-35
FONDSTIPS GEWOGEN.....	37

Europa kan het stralende middelpunt worden van minicyclus in 2020. Andrew Pease, Global Head of Investment Strategy bij Russell Investments, vindt onder andere de **Europese bankensector aantrekkelijk.**

# MOGELIJKE MINICYCLUS ZET EUROPA IN DE ETALAGE



Andrew Pease, Global Head of Investment Strategy bij Russell Investments

In 2019 stelde de economische groei teleur en presteerden de aandelenmarkten op de toppen van hun kunnen.

In 2020 verwacht Pease eerder een omgekeerd scenario: de groei trekt licht aan, terwijl rendementen bescheidener zullen zijn. 'Wereldwijd zijn de aandelenkoersen met gemiddeld 20% gestegen dit jaar. Ik zie dat volgend jaar niet opnieuw gebeuren, onder meer vanwege de opgerekte Amerikaanse waarderingen. Veel zal afhangen van de winstgroei van bedrijven.'

Eind vorig jaar was de markt ervan overtuigd dat de huidige cyclus in 2020 aan zijn einde zou komen. De Federal Reserve zou de rente dit jaar gaan verhogen en een meer restrictief beleid voeren. Niets bleek minder waar. Nadat de handelsoorlog de mondiale industriële productie raakte, hebben de Fed en andere centrale banken de monetaire teugels gevieerd. 'Het kan de start zijn van een minicyclus, die de huidige bullmarkt nieuwe elasticiteit kan geven in 2020', verwacht Pease. 'De industriële productie – vooral



de auto-industrie - krijgt naar verwachting tractie. En centrale banken komen pas eind 2020 of 2021 in actie, waardoor de rente iets kan stijgen.'

## MINICYCLUS

Als deze minicyclus gestalte krijgt dan kan dat gunstig uitwerken op Europa. De regio kent redelijke aandelenwaarderingen, terwijl de dominante industriële en financiële sector kunnen profiteren van een hogere rente en meer industriële activiteit. Er zijn meer gunstige factoren voor Europa aan te wijzen, zegt Pease. 'De kredietgroei in de eurozone is dit jaar zeer consistent geweest. Die kredietimpuls kan op korte

termijn gunstig uitwerken op de economie. Als de inflatie aandikt en centrale banken zich tot het einde van het jaar rustig houden dan kan de rentecurve iets steiler worden. Dat stelt Europese banken in staat om hun winstgevendheid te verbeteren. De winst per aandeel van de sector heeft in het verleden altijd een duidelijke correlatie gehad met de kredietverstrekking.' Met de Amerikaanse presidentsverkiezingen op komst in november 2020 stijgt bovendien de kans op de-escalatie van het handelsconflict. Pease rekt op een minideaal die de ergste kou uit de lucht haalt, maar blijft op zijn hoede; de relatie tussen Washing-

ton en Beijing is en blijft fragiel. Als exporterende regio wint Europa bij handelstentoonstelling, maar verliest het bij escalatie van het conflict. 'Mogelijk is er al te veel schade toegebracht aan het ondernemersvertrouwen en de mondiale toeleveranciersketen.

## EUROPA

De inverse rentecurve is in dat geval een juiste voorspeller geweest van een komende recessie.' Het zou Pease niet verbazen als 2020 het jaar wordt waarin Amerikaanse aandelen voor het eerst sinds lange tijd minder presteren dan aandelen elders in de wereld. Hij onderweegt daarnaast staatsobligaties vanwege opgerekte waarderingen. En hoewel hij op korte termijn gecharmeerd is van Europa, ziet hij op middellange termijn grote risico's vanwege de onevenwichtigheden als gevolg van het ontbreken van een bankenunie en fiscale unie. 'Bij een volgende recessie gaat dat direct spelen in een land als Italië.' ■



MARIEKE BLOM

# EEN ONGELUK IN SLOW MOTION

## 'TOCH IS GELUKSGEVOEL NERGENS ZO HOOG ALS HIER'

ECONOMISCHE VISIE

ING-econoom Marieke Blom ziet voor 2020 geen recessie, maar stelt wel dat een aantal langetermijnontwikkelingen onvermijdelijk zijn en het aanzicht van Nederland zullen veranderen – een ongeluk in slow motion?

TEKST CEES VAN LOTRINGEN

**V**erfrissend, dat is de visie van hoofdeconoom Marieke Blom van ING Nederland, die zij geeft bij de Investment Outlook 2020 van Fondsnieuws. Ze begint met zelfironie als ze spreekt van de 'glazen bol van de economie'. Blom heeft niet zo veel op met stelligheid. Economen weten vooral heel veel niet. Wat ze uit de grafieken wél kan destilleren dat is dat het consumentenvertrouwen redelijk is, maar dat bedrijven in de eurozone, en vooral in ankerland Duitsland somber gestemd zijn. Ze wijst daarbij op het feit dat de Duitse auto-industrie in vergelijking met anderhalf jaar geleden 15% minder auto's heeft geproduceerd. Blom verwacht dat dat wel 'uitbodemt'.

2019 was een jaar waarin de wereld-economie naar schatting 3% zal groeien. Voor 2020 verwacht het IMF een half procentpunt hogere groei, vooral dankzij aantrekkende

economieën in opkomende markten. Voor Europa ziet 2020 er ook niet slecht uit. Een recessie verwacht ze niet. Maar de hamvraag blijft wel wat politici doen. Die hebben tegenwoordig met hun straf sturende hand een grote impact op zowel het sentiment van producenten en consumenten, als op de economische groei.

ING-econoom Blom verwijst in dat geval naar het Amerikaans-Chinese handelsconflict en stelt haarzelf de retorische vraag 'wat wil Trump?' Ook benoemt ze brexit als een onzekerheid, nu de kans het grootst lijkt dat Boris Johnson de ingelaste parlementsverkiezingen gaat winnen. Ze verwacht een roerige transitieperiode waarin het Verenigd Koninkrijk en de EU uiteindelijk in relatieve harmonie uit elkaar zullen gaan. Van één ding is ze bij al deze ontwikkelingen wel overtuigd: het ongebreidelde globaliseringsproces van vóór 2016, toen Donald Trump president van de Verenigde Staten werd, komt niet meer terug.

### Stimuleringsbeleid

Duidelijk is ook dat het verruimings-

beleid dat centrale banken in reactie op de bijna-implosie van het kapitalistische stelsel na 2008 zijn gaan voeren, niet veel zoden meer aan de dijk zet. Nu zijn overheden aan zet, zo heeft de kersverse ECB-president Christine Lagarde al meermaals gezegd. Brussel en Zuid-Europese landen willen zo'n fiscaal stimuleringsbeleid wel, maar de landen die dat ook kunnen, voelen daar niet veel voor. Er is meer dan voldoende groei in Duitsland, heeft bondskanselier Merkel gezegd. Misschien dat de groeivertraging haar op andere gedachten brengt, zegt Blom.

In een voorgesprek voorafgaande aan haar presentatie bij de Investment Outlook van Fondsnieuws zei ze dat een eenmalig investeringsstraject goed te verdedigen is. 'Maar de weerstand is groot. Wij zitten ook in Nederland in een hoogconjunctuur. Maar die investeringen gaan niet om de conjunctuur. Ze moeten op termijn het verdienpotentieel in dit land zo hoog mogelijk houden. Zo heeft het investeren bijvoorbeeld in de fysieke infrastructuur van het spoor – gelet op de forse toename

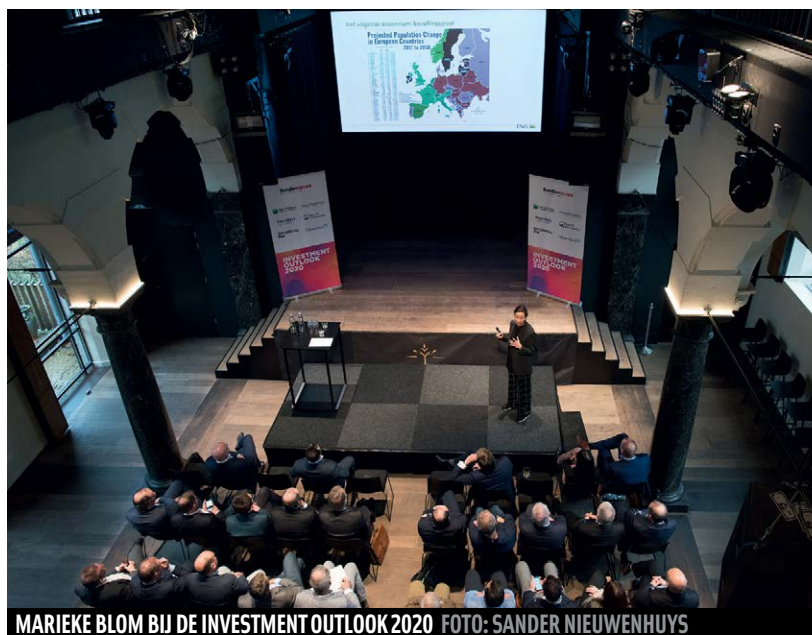
van het aantal reizigers – zin.’ Hetzelfde geldt voor Duitsland, waar het wegnemen wel een opknopbeurt kan gebruiken.

Niet voor 2020, maar wel voor de middellange termijn heeft Blom zorgen. De arbeidsproductiviteit staat al langer onder druk. Verder begint de vergrijzing op te spelen, waardoor de beroepsbevolking in veel Europese landen zal dalen. Vergrijzing gaat gepaard met risicomijdend gedrag, meer sparen en minder investeren. ‘Dat heeft een drukkend effect op de rente’, zegt Blom tijdens haar bijdrage aan de Investment Outlook. Desondanks dalen in ieder geval in Europa ‘de schuld niveaus, die ondanks alle zorgelijke verhalen de goede kant opgaan.’ Dat is overigens vooral in China anders. Daar is juist sprake van schuldaccumulatie.

### Zelfversterkende factoren

De overheidsfinanciën zijn solide, oordeelt Blom, die vindt dat het Nederlandse kabinet ook goed geanticipeerd heeft op de vergrijzing door het dak te repareren terwijl de zon schijnt – zoals bijvoorbeeld geldt voor de pensioenen. Vanwege het structurele karakter van de veranderingen is echter wel onvermijdelijk dat de economische groei lager ligt, terwijl de kosten van zorg en pensioenen toenemen. Dat leidt tot een groter beslag van de overheid op het nationaal inkomen en tot bedrijven die minder investeren en dus minder groeien.

Zo ontstaat, wat Marieke Blom, een rad van ‘zelfversterkende factoren’ noemt: veel ouderen, veel spaargeld en minder groei, die gepaard gaan met politieke fragmentatie, meer stress en wantrouwen en volatielere markten. Met andere woorden, zoals Blom concludeert, er is ‘een risico is dat zich een ongeluk in slow motion’ ontvouwt. We



kunnen een beetje bijsturen, zegt ze. Zo pleit Blom voor het afmaken en optimaliseren van de Europese kapitaalmarkt, de bankenunie, en het vrije verkeer van diensten in de unie. Meer investeren door overheden is ook een positieve bijdrage. ‘Ik ben op korte termijn dan ook niet zo pessimistisch. Maar op de lange termijn is het risico dat weinig economische groei, veel onzekerheid en veel onvrede elkaar versterken.’

### ‘Time to Reset’

Blom besluit haar presentatie met de veelzeggende omslag van de Financial Times, eerder dit jaar: ‘Capitalism, Time for a Reset’ stond er in chocoladeletters op de voorpagina. In een nadere toelichting tot Fondsnieuws zegt Blom daarover: ‘We kennen nu drie modellen in de wereld. Het staatsgeleide kapitalisme van China, het echte marktkapitalisme van de Verenigde Staten en het gefragmen-

teerde stakeholderskapitalisme van Europa. Dat is één groot coördinatiegebeuren, met veel gedoe. De Verenigde Staten zijn veel wendbaarder, terwijl China een waanzinnig groot overheidsapparaat kent. De EU steekt ogenschijnlijk tussen die twee andere modellen niet goed af: er is veel politieke fragmentatie en gekonkel, terwijl er in de VS en China minder mensen met macht zijn en er dus minder compromissen gesloten hoeven te worden. In Europa komen die compromissen zeer moeilijk tot stand en dat is een grote uitdaging voor zijn politici. Tegelijkertijd zie ik dat er stappen worden gezet, zoals nu blijkt uit de verenigde opstelling van de EU-lidstaten tegenover de Britten.’

‘Stel jezelf maar eens de vraag: als je uit die drie continenten mag kiezen, zonder dat je weet in wat voor positie je zou belanden, waar zou je dan geboren willen worden? Ik weet mijn antwoord wel: ik leef liever in Europa dan in de Verenigde Staten of China. Je kunt met de blik van een belegger of een econoom daar naar kijken, maar als je dat uitsluitend als burger doet dan moet je vaststellen dat het collectieve geluksgevoel hier toch hoger is dan daar.’ ■

## VERGRIJZING HEEFT EEN DRUKKEND EFFECT OP DE ECONOMIE

CEES VAN LOTRINGEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.



# RISK-OFF MODUS DREIGT

## IMF: HET IS TIJD VOOR EEN FISCAAL STIMULERINGSBELEID

RESULTATEN EN PROGNOSES

De wereldeconomie wordt sterker, maar de risico's zijn in 2020 aanzienlijk. Het beurs sentiment kan snel omslaan. De politiek is nu aan zet.

TEKST REDACTIE FONDSNIEUWS

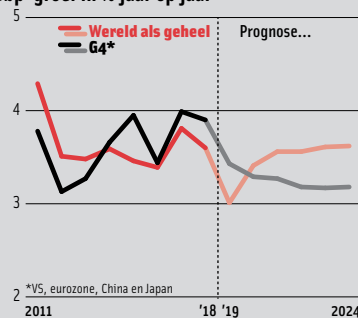
**H**oewel de markten weinig van 2020 verwachten, denkt het IMF dat de wereldeconomie met 3,4% zal groeien, tegen 3% nu. Die verbetering is te danken aan herstel in emerging markets. Daarentegen vertraagt de groei in de G4, VS, China, EU en Japan. Deze daling wordt veroorzaakt door een lagere industriële productie en afnemende buitenlandse vraag. Gevolg: de groei in de ontwikkelde economieën daalt tot 1,75%. De risico's zijn aanzienlijk: het beurs sentiment kan omslaan als het handelsconflict niet wordt bijgelegd. Dan dreigt een risk-off modus.

Het IMF stelt dat het accommoderende monetaire beleid moet worden voortgezet om vraag en werkgelegenheid te ondersteunen. Daarnaast is fiscaal stimuleringsbeleid nodig. Daarmee wordt groei ondersteund en de onbedoelde schade van de kwantitatieve verzuiming hersteld. Ook de eurozone denkt over zo'n stimuleringsbeleid na. Het IMF bepleit een holistische aanpak van inkomensbeleid, actieve bestrijding van de klimaatcrisis en investeringen in gezondheid, onderwijs en infrastructuur – beleggers zullen ervan smullen.

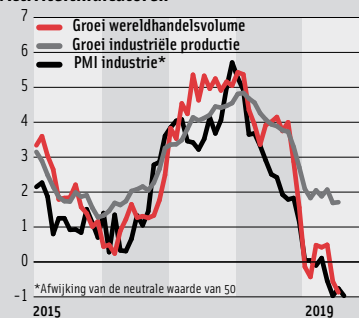
### Terug- en vooruitblik

Resultaten en verwachtingen van het IMF in de World Economic Outlook

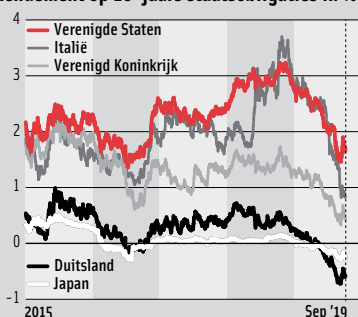
#### Bbp-groei in % jaar op jaar



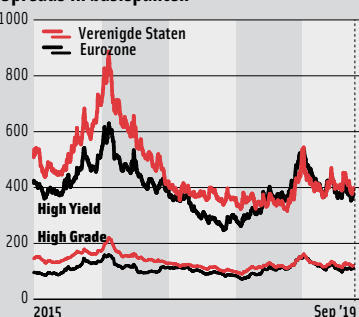
#### Activiteitindicatoren



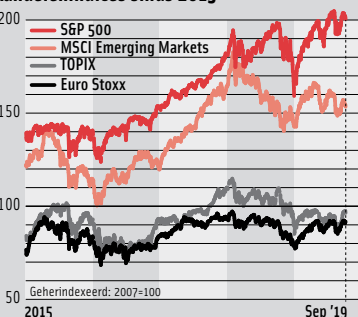
#### Rendement op 10-jaars staatsobligaties in %



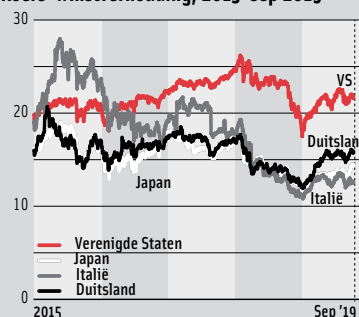
#### Spreads in basispunten



#### Aandelenindices sinds 2015



#### Koers-winstverhouding, 2015-sep 2019



Graphic: Paul Mouwes | Bron: WEO

Justin Thomson, Chief Investment Officer Equities bij T. Rowe Price, is optimistisch over het komende jaar. 'Beleggers moeten terug in cyclische aandelen, want **de groei en inflatie trekken aan.** We gaan de nodige rotatie zien.'

# BELEGGERS MOETEN DEFENSIEVE STELLINGEN VERLATEN

**V**oel je comfortabel bij wat niet comfortabel voelt. Dat beleggersadvies geldt volgens Justin Thomson, Chief Investment Officer bij T. Rowe Price, meer dan ooit voor 2020. De markten wacht veel goeds, denkt hij. Thomson voorziet eventuele positieve effecten van het soepele monetaire beleid, mogelijke fiscale stimulering in enkele landen en een hardnekkig lage inflatie. Ook wordt tegenwind wind in de rug, als de handelsoorlog en de Brexit tot ieders tevredenheid uit onderhandeld worden. 'Als de Verenigde Staten en China het handelsgeschil gedeeltelijk bijleggen, kan de groei ietwat aansterken. In het afgelopen jaar zijn investeringen uitgesteld,

belandde de industriële productie in een recessie en stapelden voorraden zich op.' De beleggingsstrategen verbaast zich over het feit dat in augustus dit jaar de inverse rentecurve in de VS - een belangrijke recessie-indicator - veel aandacht kreeg, maar niemand zich roerde toen die in november herstelde. 'Hoe langer de inversie aanhoudt hoe sterker het signaal is. In dit geval duurde het niet zo lang.' Thomson wijst op enkele macro-indicatoren, die recent zijn uitgeslagen richting cyclisch herstel. Zo heeft de goud-koper-ratio een kantelpunt bereikt. Goud staat voor veiligheid; het cyclische karakter van het industriële metaal koper duidt daartegen op meer risicobereid-



Justin Thomson, CIO International Equities bij T. Rowe Price

heid. 'Japanse aandelen - een open economie - presteren sinds augustus dit jaar goed, een teken dat cyclus aansterkt. En de totale hoeveelheid negatief rentende schuld in de wereld daalt. Als ik het bij het rechte eind heb en de cyclus en handel winnen aan kracht dan zal de rentecurve iets steiler worden, wat goed is voor risicovolle beleggingen.'

## ONGUNSTIG SCENARIO

Een ongunstig scenario voor 2020 is volgens Thomson als de winstgevendheid van bedrijven van het Amerikaanse bedrijfsleven waarop markten rekenen, tegenvalt, de groei niet aansterkt en de Amerikaanse presidentsverkiezingen en gespannen situatie in Hong Kong tot een politiek slagveld leiden. Daarnaast blijft het Chinese

koordans een factor van belang. De onstuimige groei van de Chinese economie is tot stand gekomen ten koste van een gigantische schuldenberg. 'China moet de groei en werkgelegenheid op peil houden en tegelijkertijd schulden afbouwen. Dat laatste heeft momenteel de overhand, waardoor de economische groei eerder zal afremmen dan toenemen. Ik denk echter dat de wereldeconomie ook zonder stimuleringsmaatregelen van Beijing goed kan presteren.'

## OPLEVING WERELDHANDEL

Vertaald naar aandelenbeleggingen blijft Thomson liever weg van de VS, vanwege de relatief hoge aandelenwaarderingen in vergelijking met de rest van de wereld en de politieke risico's die de presidentsverkiezingen en handelsoorlog met zich meebrengen. Aandelen in Europa, Japan en opkomende markten kunnen daarentegen relatief goed presteren. 'De groei en inflatieverwachtingen zijn uitgebodemd. Japan en opkomende markten hebben baat bij een opleving van de wereldhandel. Europese aandelen zijn echter een gecompliceerder verhaal, vanwege de dominante bankensector. Eerst moet de rentecurve steiler worden.' 🐼



# 'PERMANENT LAGERE GROEI IS ONS LOT'

## BELEGGERSONDERSCHATTEN HET BREXITRISICO

BELEGGINGSVISIE

De wereldeconomie herstelt zich. Beleggers zijn vast vooruitgelopen op een verdere macro-economische stabilisatie door de aandelenkoersen fors hoger te zetten. Fondsnieuws peilde de stemming onder drie cio's.

TEKST TIBBE HOEKSTRA

**O**f de aandelenrally van afgelopen jaar doorzet, hangt voor een groot deel af van de vraag of de VS en China hun handelsconflict, al dan niet tijdelijk, bijleggen. Beleggers verwachten minimaal een wapenstilstand.

China noch de VS hebben op dit moment belang bij een verdere escalatie van de handelsoorlog. De markten hebben daarnaast hun hoop gevestigd op de nieuwe ECB-president Christine Lagarde. Zij moet de zuinige noordelijke eurlanden ervan overtuigen het stimuleringsstokje van de ECB over te nemen. Maar of ze daarin gaat slagen, is zeer twijfelachtig.

Het akkoord over een Brits vertrek uit de EU dat Boris Johnson (eindelijk) wist te sluiten met EU-leiders was een van de factoren die ten grondslag lagen aan de recente rally in Europese aandelen. Maar de kans is groot dat brexit beleggers in 2020

wederom hoofdpijn bezorgt, als de complexe onderhandelingen over een post-brexit-handelsakkoord moeten beginnen.

Fondsnieuws sprak met drie chief investment officers en vroeg hen welke strategie zij hanteren.

### Paul O'Connor, Janus Henderson

'Alles draait op dit moment om de vraag of er na zeven opeenvolgende kwartalen van afnemende groei nu sprake is van macro-economische stabilisatie. De laatste paar weken zien we voorzichtig tekenen dat dit het geval is, dus wat dat betreft ben ik vrij optimistisch. De renteverlaging in de VS heeft haar uitwerking gehad in fors lagere rentelasten voor high yield issuers en een lagere hypotheekrente voor huiseigenaren. Dat betekent dat het macro-economisch momentum absoluut kan verbeteren, in elk geval in de VS.

Daarnaast zijn de onderhandelingen over een handelsakkoord tussen China en de VS cruciaal. Ik verwacht een akkoord op hoofdlijnen, waarbij de hete hangijzers over de Amerikaanse presidentsverkiezingen heen

worden getild. Als zo'n akkoord er inderdaad komt, zullen de markten dat positief ontvangen en neemt het recessierisico waarschijnlijk af.

De komende maanden verwacht ik daarom een verdere verbetering van het macro-momentum. Als het economisch herstel doorzet, zal een rotatie naar meer cyclische beleggingen de markten gaan domineren. We hebben daarop een voorschot genomen via een tactische overweging naar Japanse aandelen, opkomende markten en Europese waarde aandelen.

Maar het economisch herstel is nog pril. We zitten al zo ver in de cyclus dat voorzichtigheid geboden blijft. Het tijdperk van monetaire stimulus is nu echt definitief voorbij. Dat betekent lagere rendementen en meer volatiliteit. Daarom blijft onze primaire focus op wat we mid-risk assets noemen: high yield, obligaties opkomende markten en kwaliteitsaandelen. We zitten niet zwaar in aandelen opkomende markten of Europese aandelen.

In de loop van volgend jaar zullen beleggers hun hoop vestigen op



**Paul O'Connor** is hoofd van het multi-asset team van Janus Henderson Investors dat zich richt op assetallocatie. Daarnaast is hij portefeuillemanager van de International Opportunities-strategie. Hij kwam in 2013 in dienst bij Henderson. Daarvoor was hij hoofd assetallocatie bij Mercer.

meer begrotingsstimulus in Europa. Dat gaat zeker gebeuren als de wereldwijde economische groei zijn momentum weer verliest of de inflatieverwachtingen naar beneden gaan. Maar zolang er geen acute crisissituatie is, gaan de landen met de meeste mogelijkheden voor fiscale stimulus die waarschijnlijk toch niet inzetten. Die landen hebben in de regel een krappe arbeidsmarkt, waardoor extra uitgaven weinig effect hebben. Alleen belastingverlagingen kunnen eventueel werken. In Zuid-Europa kan een begrotingsstimulus wel meer effect sorteren. Die landen kunnen nu geld lenen tegen heel aantrekkelijke tarieven.

Ook brexit kan de markten weer overschaduwen. De huidige wapenstilstand zou na de verkiezingen snel voorbij kunnen zijn, maar volgens mij hebben de markten dit niet ingeprijsd. Ik verwacht dat de Conservatieven een behoorlijke meerderheid halen. Op korte termijn verwacht ik dat het pond daardoor sterker wordt. Want beleggers heb-

ben nu eenmaal een voorkeur voor een conservatieve regering. Maar ze lijken te zijn vergeten dat de brexit die de regering voorstaat een harde brexit is. Als de regering bovendien al eind 2020 een handelsakkoord wil hebben met de EU, zullen er nog een heleboel open eindjes zijn. Zo'n brexit zorgt voor veel onzekerheid en dat zal haar weerslag hebben op de economie en het consumentenvertrouwen. Vanaf volgend jaar zal het gaan over de vorm die de brexit zal aannemen. De vooruitzichten daarvoor zijn niet bemoedigend.'

### **Stefan Kreuzkamp, DWS AM**

'De markten hebben de afgelopen weken terecht positief gereageerd op een duidelijke afname van politieke risico's. Ik denk namelijk dat we binnenkort een handelsakkoord tussen China en de VS kunnen verwachten. Trump heeft een fotomoment met Xi Jinping nodig om een succes te kunnen laten zien in de aanloop naar de presidentsverkiezingen. En de handelsoorlog begint bovendien de Amerikaanse economie ook te raken. De Amerikaanse uitvoer was sinds 2008 niet zo laag. Bovendien is het tekort op de handelsbalans door de handelsoorlog niet gedaald, maar juist gestegen. Het zal waarschijnlijk gaan om een beperkt akkoord waarbij de tarieven die nu gelden in stand blijven, maar wordt afgesproken dat er geen nieuwe bij komen. Het langetermijnconflict tussen de VS en China gaat over technologische suprematie, en dat zal blijven voortduren. Maar ik verwacht dat de markt zo'n beperkte deal verwelkomt. Een wapenstilstand tussen China en de VS zal Trump er niet toe bewegen tarieven op de import van Europese auto's in te voeren, want Trump wil een nieuw handelsconflict in de aanloop naar de verkiezingen waarschijnlijk vermijden om de economie

niet te schaden. Van de Fed hoeft hij geen hulp meer te verwachten. Voor de verkiezingen gaat Powell de rente niet meer verlagen. Hij wil niet de verdenking op zich laden dat hij meehelpt aan de verkiezingscampagne van Trump.

Ik voorspel dat de Europese aandelenmarkten opnieuw feestvieren als die autotarieven inderdaad uitblijven. Europese aandelen hebben nu ook voor het eerst in jaren hogere winstvooruitzichten dan Amerikaanse aandelen. En de ontwikkelingen rond brexit zijn ook gunstig. De kans dat er helemaal geen brexit komt, is door het uitroepen van verkiezingen gestegen naar 50%. Ik verwacht niet dat de Britse verkiezingen een duidelijke meerderheid voor 'leave' opleveren. Ik denk dat de waarderingskloof tussen waarde en groei zijn piek heeft bereikt, maar toch vind ik het te vroeg voor een duidelijke overweging naar Europa. De belangrijkste reden daarvoor is de lage groei. De economie is net een vliegtuig: een bepaalde basissnelheid



**Stefan Kreuzkamp** is chief investment officer van DWS. Hij stuurt in die rol 900 beleggingsprofessionals wereldwijd aan. Eerder was hij bij DWS hoofd fixed income. Kreuzkamp startte zijn loopbaan als onderzoeker bij DekaBank. Daarna stapte hij over naar DWS in de rol van portfoliomanager geldmarktfondsen.

is nodig, anders stort het neer. Europa zit daar met een voorspelde groei van onder de 1% gevaarlijk dicht tegenaan. We verwachten ook geen begrotingsstimulus door Duitsland om de groei op te krikken. Duitsland voert voor zijn doen nu al een redelijk stimulerend begrotingsbeleid, en de zwarte nul blijft uiteindelijk heilig, verwacht ik. Wat dat betreft verwachten beleggers misschien te veel.

De waarderingskloof tussen waarde en groei heeft zijn piek bereikt, maar om echt outperformance van waarde aandelen te zien, hebben we hogere groei en een betere macro outlook nodig. Daar zie ik het nog niet van komen, met uitzondering wellicht van Azië.

Daar zit ook onze grootste overweging op het gebied van assetallocatie. Daarnaast zijn we overwogen global financials. We zijn juist onderwogen in vastgoed, nutsbedrijven en andere bond proxies. Ik zie de rente volgend jaar niet meer dalen naar de niveaus die we afgelopen zomer zagen.'

### Chris Iggo, AXA IM

'De economische cyclus is heel gevorderd, en bij de huidige lage groei is het lastig voor bedrijven om winstgroei te realiseren. Toch denk ik dat we ons nog steeds in een marktomgeving bevinden waarin aandelen het beter zullen doen dan obligaties, simpelweg omdat een echte bear market niet waarschijnlijk is. Je ziet vooral in Amerika veel bedrijven obligaties uitgeven om hun eigen aandelen terug te kopen. Dat is gunstig voor de aandelenkoersen maar zorgt voor een ruimer aanbod aan obligaties.

Dat betekent niet dat ik een slecht jaar voor obligaties verwacht. Maar ik zie bond yields voorlopig niet de laagterecords van afgelopen zomer aantikken. Eigenlijk zie ik een vrij



**Chris Iggo** geeft sinds dit jaar leiding aan de Core Investments-afdeling van AXA Investment Managers. Tegelijkertijd is hij er cio. In 2005 kwam hij over van Cazenove Capital Management waar hij hoofd strategie was. In de jaren negentig werkte hij als econoom bij Barclays Capital en Chase Manhattan Bank.

saaie obligatiemarkt in het komend jaar. Mijn basisscenario is dat de Fed niets gaat doen zolang er geen duidelijke recessiesignalen zijn. En een recessie in de VS in een verkiezingsjaar is heel zeldzaam. Aan de andere kant zouden bond yields kunnen stijgen als er een handelsakkoord tussen de VS en China komt. Maar de vraag naar yield is zo hoog dat die elke stijging binnen de perken zal houden.

In Europa zie ik een continuering van het monetaire beleid van Draghi onder Lagarde. Het enige wat de ECB in beweging zou kunnen zetten, zijn signalen dat Europese regeringen bereid zijn maatregelen te nemen om de economie te stimuleren. Dat zou bond yields opstuwten. Maar in Duitsland is weinig animo om meer geld te lenen. Dus in grote lijnen verwacht ik niet dat er veel gaat gebeuren in Europa.

Of het moet van brexit komen. Ik verwacht dat Boris Johnson de verkiezingen wint en zijn vertrekakkoord door het parlement krijgt.

Maar dan begint het pas echt met de onderhandelingen over een handelsovereenkomst. Dat kan een heboel onzekerheid terugbrengen die de markten eerder deels hebben uitgeprijsd. De Britse aandelenmarkt heeft het slecht gedaan en beleggers zijn onderwogen, maar daar zijn goede redenen voor.

2020 wordt vooral een jaar waarin het belangrijk is om de downside-risico's in de gaten te houden. Kwantitatieve verruiming valt weg, en zonder QE zouden credit spreads hoger liggen. In opkomende markten hebben centrale banken nog wel ruimte om te verruimen door de rente te verlagen. Maar nog meer renteverlagingen kunnen de lokale valuta's onder druk zetten ten opzichte van de dollar. We zijn daarom voorzichtiger met obligaties opkomende markten in lokale valuta. Obligaties in harde valuta zijn ook niet meer zo aantrekkelijk als een paar maanden terug, onder meer door de politieke onrust in Hongkong, Latijns-Amerika en het Midden-Oosten. Daarom hebben we onze overweging naar obligaties opkomende markten teruggebracht naar neutraal.

Voor de lange termijn zijn mijn verwachtingen ook vrij somber. We krijgen te maken met permanent lagere groei door vergrijzing en de trend richting deglobalisering. Bovendien is er een machtsvacuüm ontstaan in de wereld nu de VS zich naar binnen keert. Voor Europa komen daar de langetermijneffecten van de voortdurende lage rente op banken, verzekeringsmaatschappijen en de pensioenen nog bij. Ik sluit niet uit dat de lage rentes en de vlakke yieldcurves uiteindelijk een financiële schok veroorzaken doordat financiële instellingen erdoor omvallen.' ■

**TJIBBE HOEKSTRA IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.**

# AANDELEN EMERGING MARKETS STAAN OP KEERPUNT

Aandelen uit opkomende landen hebben flinke tegenwind gehad, maar het tij is aan het keren, stelt Juliana Hansveden, portfoliomanager emerging markets bij Nordea Asset Management. 'Sterke drijvers zijn onder meer de **monetaire verruiming, lokale hervormingen en de Chinese consument.**'

**D**e vertraging in zowel de Chinese als de wereldwijde groei heeft in opkomende markten de kooplust bij beleggers getemperd. Opkomende markten bleven achter, met name bij Amerikaanse aandelen. Zowel absoluut als ten opzichte van de MSCI World zijn opkomende markten zich echter aan het herstellen, stelt Hansveden. De monetaire verruiming in de Verenigde Staten is daarbij een van de drijvende krachten. Hansveden: 'Renteverlagingen verzwakken de dollar en hebben daarmee een positieve impact op opkomende valuta. Dat is gunstig voor aandelen uit deze landen; beleggers zien graag dat ze op een belegging ook valutawinst behalen.' Ook veel opkomende landen zelf volgen een verruimingsbeleid waarmee ze de binnenlandse groei willen stimuleren.

## CHINESE CONSUMENT

Een andere positieve factor is dat de aanpak van zware schuldenlasten in China vruchten begint af te werpen. 'Het schaduw-



bankieren – het lenen buiten de gereguleerde kanalen – groeide gevaarlijk snel. De aanpak ervan zette echter wel een rem op de groei. Het schuldenprobleem lijkt inmiddels gestabiliseerd en dat is goed nieuws voor de economie.' Hansveden ziet de Chinese groei zich niet herstellen tot eerdere, veel hogere niveaus. 'Dat is ook niet nodig. De Chinese bevolking zal binnenkort beginnen te krimpen, waardoor er straks voor minder mensen werk gecreëerd hoeft te worden. De overheid heeft de focus verlegd naar economische groei per hoofd van de bevolking.' Die focus versterkt een ontwikkeling die nu al zichtbaar is: de

opkomst van een steeds rijkere Chinese middenklasse. Over tien jaar telt het land maar liefst 320 miljoen nieuwe koopkrachtige consumenten. 'Dat heeft een uitstraling naar andere opkomende markten. Met name de vraag naar premium-merken zal verder groeien. In onze portefeuilles liften we al mee op deze trend,' aldus Hansveden.

## HERVORMINGEN

Positief voor beleggers zijn ook de ontwikkelingen in India en Brazilië. Beide landen stimuleren de groei met renteverlagingen én ingrijpende hervormingen. Zo heeft Brazilië een pensioenhervorming kunnen doorvoeren die forse besparingen zal opleveren en komt er mogelijk een belastingherziening. India heeft maatregelen genomen tegen de grote omvang van de verborgen economie, verscherpt reguleringen en stelt belastingverlagingen in het vooruitzicht. Hansveden: 'Je ziet niet vaak dat twee grote opkomende landen tegelijkertijd grootschalige hervormingen doorvoeren.' Deze gunstige macro-ontwik-

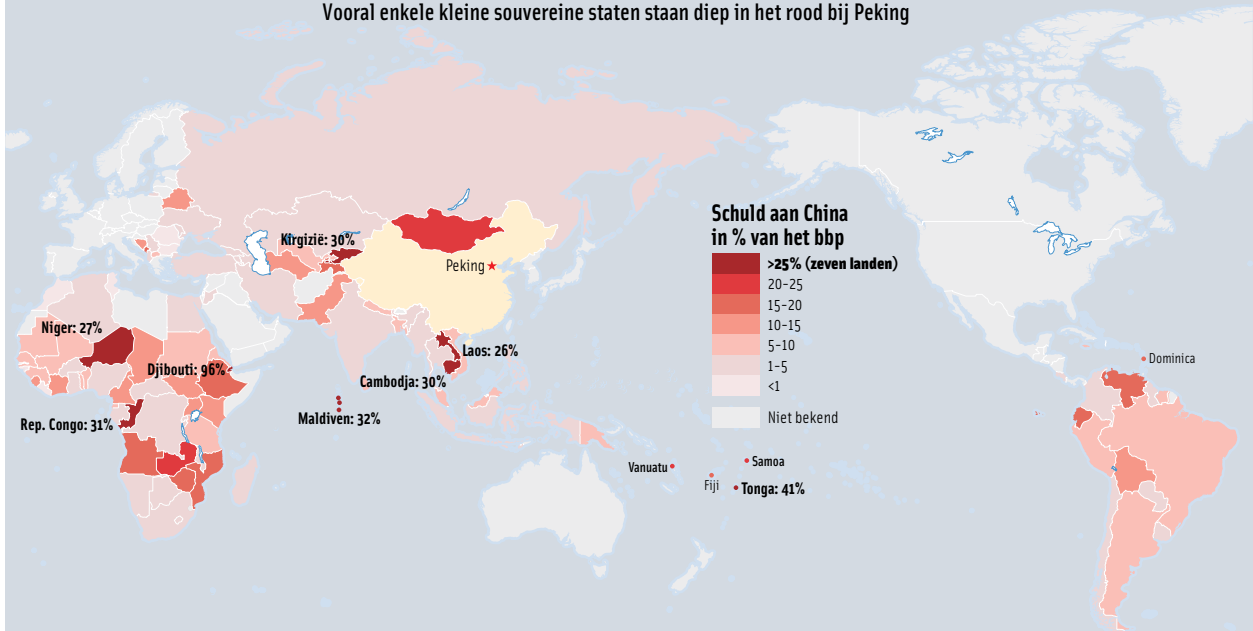
kelingen en beleidsmaatregelen zijn positief voor de waarderings van opkomende aandelen. Hansveden wijst er bovendien op dat opkomende bedrijven meer nadruk leggen op winstgroei en aandeelhouderswaarde, terwijl er in de VS in de late economische cyclus steeds minder ruimte is voor margeverbetering. 'De discount ten opzichte van aandelen in ontwikkelde markten zou daardoor kunnen verdwijnen. Beleggers moeten wel oppassen, want tussen bedrijven zijn er onderling grote kwaliteitsverschillen. Dit pleit voor een actieve strategie. In dit vloedgetij zullen niet alle boten worden opgetild.'



Juliana Hansveden, portfoliomanager emerging markets bij Nordea Asset Management

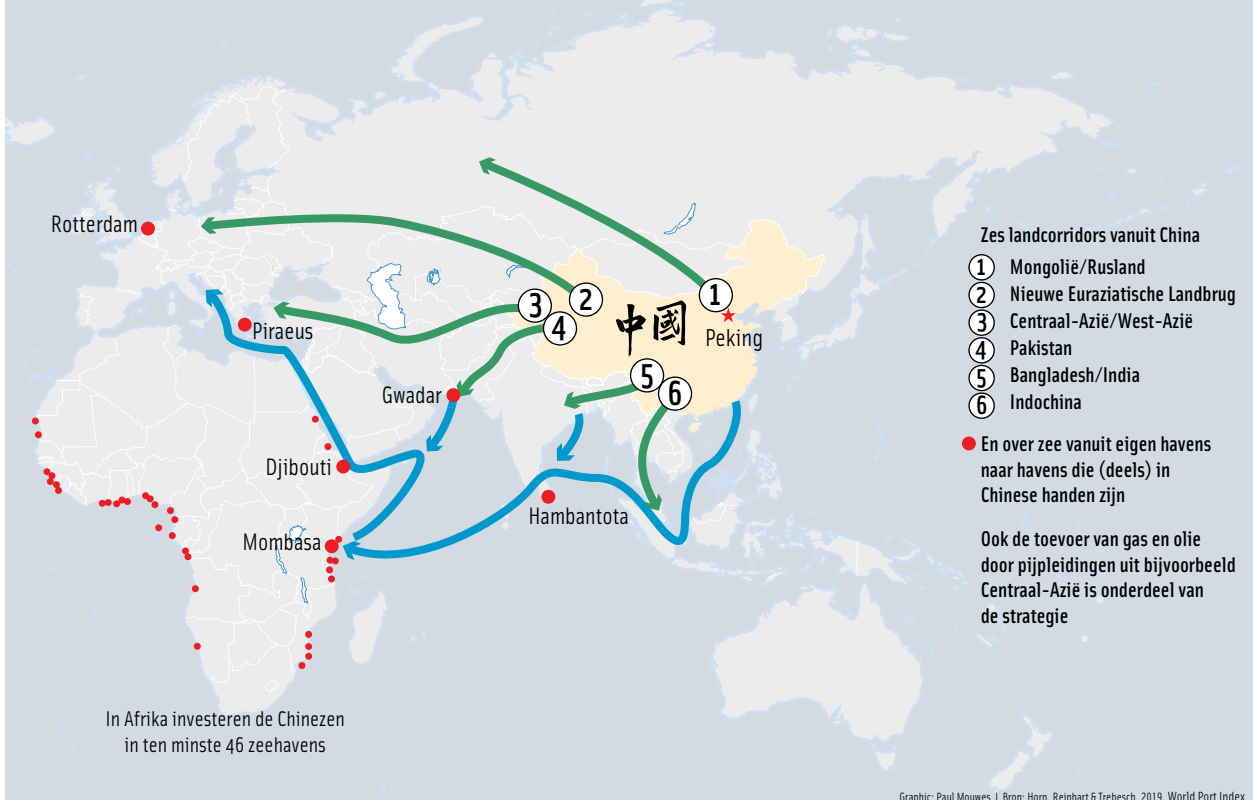
## China, de nieuwe bankier van de wereld ...

De Verenigde Staten lijkt misschien het rijkste land op aarde, maar is in werkelijkheid de grootste schuldenaar. China, aan de andere kant, wordt gezien als als een land in opkomst, maar is reeds de grootste geldschieter ter wereld. Vooral enkele kleine soevereine staten staan diep in het rood bij Peking



## ... en het hart van de nieuwe zijderoute

Met het uitvoeren van 'Belt and Road Initiative' uit 2013 bindt China straks een heel continent aan zich en positioneert zichzelf daarmee als het echte 'Rijk van het Midden'



# PENSIOENFONDS WIJZIGT VISIE VASTRENTEND

## HOE JE EXTRA RETURN UIT MATCHINGPORTEFEUILLE PERST

OBLIGATIES

Pensioenfondsen steken bijna de helft van hun vermogen in vastrentende waarden. De vooruitzichten voor deze categorie zijn somber. Hun vermogensbeheerders proberen op allerlei manieren het rendement op te krikken.

TEKST FRANK VAN ALPHEN

**D**e matchingportefeuille, ook wel het liability driven investment (ldi) genoemd, is het deel van de beleggingen dat moet zorgen dat een pensioenfonds zijn verplichtingen kan nakomen. Van oudsher bestond deze portefeuille, goed voor ten minste 40% van de beleggingen, uit een combinatie van obligaties en renteswaps.

De aanhoudend lage rente heeft geleid tot geleidelijke veranderingen van de matchingportefeuille. Ten eerste is de hoeveelheid schulden met een iets lagere kredietkwaliteit toegenomen ten koste van staatsleningen uit Nederland en Duitsland. 'Pensioenfondsen kopen meer leningen van semioverheidsinstellingen zoals de BNG en de Waterschapsbank of meer bedrijfsobligaties', zegt Anton Wouters, hoofd oplossingen bij BNP Paribas AM.

In de tweede plaats zijn pensi-

oenfondsen uitgeweken naar minder liquide beleggingen. Met name Nederlandse hypotheeken hebben een snelle opmars achter de rug. 'Veel fondsen zitten voor 5 tot 10% in hypotheeken', aldus Wouters. Die leveren circa 200 basispunten meer op dan het meest veilige staatspapier.

De veranderingen van de ldi-portefeuille gaan stapje voor stapje. 'Het wordt gezien als een vrij statisch deel van de beleggingen', aldus Patrick Dunnewolt, hoofd Benelux en Scandinavië bij Pimco. De meeste aandacht gaat doorgaans naar de veel spannender rendementsportefeuille, die moet zorgen voor de kers op de taart.

### Ldi-portefeuille

Maar daar komt verandering in. Vermogensbeheerders presenteren de afgelopen jaren steeds meer manieren toch nog wat te verdienen met de ldi-portefeuille. 'Onder druk wordt alles vloeibaar', zegt Dunnewolt. 'Pensioenbestuurders zien in dat ze gegarandeerd verlies inkopen als ze op de oude voet doorgaan.'

Pimco pleit voor een actiever beheer van de ldi-portefeuille. 'Die ldi wordt niet gezien als een beleggingen waarop je extra rendement kunt behalen. Onder de huidige omstandigheden is dat echter wel aan te raden', stelt Dunnewolt. 'Dat wil niet automatisch zeggen dat een fonds meer risico gaat lopen, omdat een actieve ldi-portefeuille nog steeds nauw aansluit bij de verplichtingen.'

Pimco stelt dat de matchingportefeuille kan zorgen voor extra rendement. Dunnewolt: 'Je verbreedt de basis als je ook van de mogelijkheid gebruikmaakt extra rendement te boeken op de matchingportefeuille.'

**MAN:  
'WIJ ZIJN NU  
POSITIEVER  
OVER EUROPA  
DAN VS'**





PATRICK DUNNEWOLT

Dat scheelt behoorlijk omdat een fonds al gauw 40% in de matching-portefeuille heeft zitten.'

### Speel in op inefficiënties

Volgens Pimco zijn er diverse manieren een extra rendement van 100 tot 150 basispunten uit de ldi-portefeuille te persen na kosten. 'Een fonds kan beleggen in covered bonds en andere obligaties van zeer hoge kredietwaardigheid, die dezelfde looptijd hebben als Duitse staatsobligaties, maar een hoger rendement opleveren. Dat toont aan dat je geen extra risico hoeft te nemen om tientallen basispunten extra rendement te behalen.'

Een andere methode om meer te verdienen is in te spelen op de inefficiënties van de markt. 'De obligatiemarkt is inefficiënter dan de aandelenmarkt', stelt Dunnewolt. 'De verklaring is dat ongeveer de helft van de deelnemers zoals centrale banken niet kopen en verkopen met het doel winst te maken. Daar kan een actieve belegger van profiteren. Zo zijn Duitse staatsobligaties al lan-

ge tijd goedkoper in de futuresmarkt dan in de fysieke markt als gevolg van QE. De ECB koopt elke maand €20 mrd aan obligaties op. Dat drijft de prijs van fysieke obligaties op.'

Wouters van BNP Paribas AM raadt fondsen aan zich te verdiepen in cash-driven investments (cdi) als onderdeel van de ldi-portefeuille. 'Dat zijn meestal infrastructuur- en vastgoedleningen voor bijvoorbeeld zonneparken of snelwegen. Dit soort leningen biedt vaak een dubbele zekerheid. De belegger heeft een aanspraak op de kasstromen en daarnaast is het object van de lening veelal het onderpand. De kredietwaardigheid is daardoor vergelijkbaar met investment grade bedrijfsobligaties', aldus Wouters.

### Geitenpadjes

Deze cli's kunnen aanzienlijk meer opleveren dan staatsobligaties. 'Doorgaans is het rendement 150 tot 300 basispunten hoger dan euribor', zegt Wouters. Het aantal leningen dat niet wordt afgelost, is volgens hem laag. 'Bovendien krijgt de be-

legger meestal een hoog percentage van de lening terug in geval van een faillissement.'

Ook Invesco zoekt geitenpadjes om extra rendement bij elkaar te sprokkelen op de markt voor vastrentende waarden. 'We geloven dat we extra rendement kunnen behalen door trends te identificeren', aldus Lyndon Man, hoofd vastrentend bij Invesco.

Als voorbeeld noemt Man het verschil tussen Amerikaanse en Europese investment grade bedrijfsleningen. 'We zijn positiever over Europa omdat de VS verder zijn in de kredietcyclus. Dat valt af te leiden uit signalen zoals een stijgend aantal bedrijven dat eigen aandelen inkoop. Verder daalt de gemiddelde kredietwaardigheid van bedrijfsschulden en worden de leningvoorwaarden steeds soepeler.' Verlagen van de kredietbeoordeling van Amerikaanse bedrijfsleningen zouden Man daarom niet verbazen. ■

FRANK VAN ALPHEN IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.

# OBLIGATIE-OUTLOOK JUPITER ASSET MANAGEMENT: DEFLATIE GROTER GEVAAR DAN INFLATIE

Van de lage rentes zijn we voorlopig niet af. Ariel Bezalel, hoofdstrateeg fixed income bij Jupiter Asset Management en beheerder van Jupiter Dynamic Bond, geeft zijn **verwachtingen voor 2020**. 'De wereld kan zich geen hogere rentes veroorloven.'

## Heeft u ooit te maken gehad met obligatierentes die lager lagen dan tegenwoordig?

'Deze zomer bewogen rentes nog lager, maar inderdaad, voor obligatiebeleggers is de huidige situatie uniek. Inmiddels staat er voor 12 biljoen dollar aan schuld uit met een negatieve rente. Beleggers die deze obligaties tot het einde van de looptijd aanhouden, zijn zeker van verlies.'

## Waarom zijn rentes historisch laag?

'Daarvoor zijn verschillende redenen aan te voeren. Een groot deel van de westerse wereld kampt met vergrijzing. Ontwikkelde markten hebben een serieus schuldprobleem. De productiviteitsgroei is laag. Het leidt allemaal tot lage economische groei en lage inflatie. De inflatie wordt verder naar beneden gedruwd door goedkope productie in lagelonenlanden, én het gebruik van het internet, waardoor consumenten weten waar ze producten het goedkoopste kunnen aanschaffen.'



Ariel Bezalel, hoofdstrateeg fixed income bij Jupiter Asset Management en beheerder van Jupiter Dynamic Bond

## Waarom kopen obligatiebeleggers nog schuld waarvan de rente negatief is?

'Waarschijnlijk omdat zij de hoop hebben deze obligaties op een later moment tegen hogere koersen te kunnen verkopen. Er zijn beleggers die niet vertrouwen op de robuustheid van de Europese bancaire sector, waardoor zij hun geld liever in negatief rentende Duitse obligaties steken.

Ook voeden negatieve rentes deflatie-angst, zodat beleggers genoeg nemen met lage rentes. Ik geloof dat we inmiddels op het punt zijn aanbeland, waarbij negatieve rentes meer kwaad dan goed doen.'

## Kunnen rentes weer aantrekken?

'De wereldwijde schuld bedraagt nu 250 biljoen dollar, en groeit. De wereld kan zich geen hogere rentes veroorloven. Centrale banken hebben geprobeerd de schuld met inflatie weg te werken, maar dat is niet gelukt. Daarom zullen de centrale banken hun rentes laag houden.'

## Waar vindt u tegenwoordig de beste obligatiekansen?

'De laatste jaren zijn we bullish op Amerikaanse en Australische staatsobligaties. De Japanisering van de westerse wereld is aan gaande is onze overtuiging. In opkomende markten en high yield zijn nog altijd voldoende kansen te vinden. We zijn bijvoorbeeld positief over Duitse

vastgoedobligaties en staatsobligaties van opkomende landen, zoals Oekraïne, Egypte en Rusland.

We zetten ook in op specifieke thema's, zoals de Afrikaanse varkensgriep. Omdat deze ziekte al ruim de helft van de Chinese varkens heeft geïnfecteerd, hebben we schuld gekocht van Amerikaanse en Zuid-Amerikaanse producenten van kip- en rundvlees. De Chinese bevolking

*"Het zou mij niet verbazen als de Amerikaanse tienjaars richting de 1 procent gaat"*

is overgegaan op het eten van kip en rund. De door ons gekochte obligaties bieden niet alleen veel upside, maar zijn ook defensief gepositioneerd; mensen moeten altijd eten. Van deze Afrikaanse varkensgriep zijn we niet snel af. Ook in Europa en Zuid-Amerika is het virus opgedoken.'

### Nederlandse vermogensbeheerders zetten met name in op schuld uit de opkomende markten (EMD). Jupiter ook?

“Op de lange termijn biedt EMD inderdaad de beste kansen. De economieën van de opkomende landen groeien harder dan die van volwassen landen. Daarnaast biedt EMD riantere rentes. Juist met EMD is selectie belangrijk. Op korte termijn is het oppassen geboden met schuld van landen, die veel grondstoffen aan China exporteren. Nu de economische groei van China stagneert, impoort het land minder grondstoffen. De Chinese groeivertraging wordt onderschat.”

### Waarom Europese obligaties kopen als de Amerikaanse rentes veel hoger liggen?

‘Het dollarrisico afdekken is duur. Wij zijn zeker niet negatief over Amerikaanse staatsobligaties. In tegenstelling tot in Europa kunnen Amerikaanse rentes nog veel lager. Het zou mij niet verbazen als de Amerikaanse tienjaars rente richting 1% gaat. De markt houdt rekening met tenminste een renteverlaging in de VS in 2020. Wij rekenen eerder op drie. De vraag die beleggers moeten beantwoorden is: is deze economische groeivertraging mid-cyclisch of naderen we het einde van de cyclus? Het dalende vertrouwen van Amerikaanse CEO's baart mij zorgen. In combinatie met handelszorgen en de naderende



presidentsverkiezingen heeft dat geleid tot minder investeringen en mogelijk binnenkort tot het ontslaan van werknemers. De uitdagende economische situatie is minder problematisch als Amerikaanse bedrijven hun balansen op orde hebben. Helaas is dat niet het geval. De Amerikaanse bedrijfsschuld is, net als de aandelenbeurs, op recordhoogte. De helft van

de Amerikaanse kredietwaardige bedrijfsobligaties is BBB. Zorgelijk.’

### Hoe belangrijk is liquiditeit voor beleggers in schuldpapier?

‘Belangrijker dan ooit. Ik vrees dat banken niet langer in staat zijn om de obligatiemarkten te ondersteunen als het misgaat. Daarom prefereren wij obligaties met een korte looptijd en kopen

wij schuld van defensieve bedrijven. Ons Dynamic Bond had nog nooit zo weinig high-yield-obligaties in de portefeuille.’

### U speelt niet met de gedachte om staatsobligaties te shorten?

‘Helemaal niet! Zo lang de economische groei en inflatie laag blijven, rekenen we niet op hogere rentes.’

### Met welke belangrijke risico's krijgen obligatiebeleggers in 2020 te maken?

‘Er zullen discussies ontstaan over ruimere overheidsbestedingen. Dat kan kleine schokken geven. Van de handelsspanningen tussen de VS en China zijn we niet snel af. Elke handelsdeal zal klein zijn en cosmetisch, bedoeld om markten rustig te houden. De Amerikaanse presidentsverkiezingen kunnen financiële markten flink beroeren, vooral als de Democraat Elizabeth Warren dreigt te worden gekozen. Dan zijn er nog politieke problemen in Hong Kong, Libanon en Argentinië. Laten we ook de onduidelijke toekomst van het Verenigd Koninkrijk niet vergeten.’

### Het basisscenario van Jupiter is...?

‘... dat de economische groei wereldwijd zal teleurstellen. Dat de inflatie laag blijft, maar de volatiliteit wel stijgt. Deflatie is een groter gevaar dan inflatie. Voor beleggers in staatsobligaties is dat niet verkeerd.’

**Important Information:** This document is intended for investment professionals and is not for the use or benefit of other persons, including retail investors. This document is for informational purposes only and is not investment advice. Initial charges are likely to have a greater proportionate effect on returns if investments are liquidated in the shorter term. Past performance is no indication of current or future performance. Performance data does not take into account commissions and costs incurred on the issue and redemption of shares. Company examples are not a recommendation to buy or sell. Quoted yields are not guaranteed and may change in the future. The views expressed are those of the Fund Manager at the time of writing, are not necessarily those of Jupiter as a whole and may be subject to change. This is particularly true during periods of rapidly changing market circumstances. Every effort is made to ensure the accuracy of the information but no assurance or warranties are given. It is not an invitation to subscribe for shares in the Jupiter Global Fund (the Company), or any other fund managed by Jupiter Asset Management Limited. The Company is a UCITS fund incorporated as a Société Anonyme in Luxembourg and organised as a Société d'investissement à Capital Variable (SICAV). This information is only directed at persons residing in jurisdictions where the Company and its shares are authorised for distribution or where no such authorisation is required. The sub fund(s) may be subject to various other risk factors, please refer to the Prospectus for further information. Prospective purchasers of shares of the sub fund(s) of the Company should inform themselves as to the legal requirements, exchange control regulations and applicable taxes in the countries of their respective citizenship, residence or domicile. Subscriptions can only be made on the basis of the current prospectus and the KIID, accompanied by the most recent audited annual report and semi-annual report. These documents are available for download from [www.jupiteram.com](http://www.jupiteram.com). The KIID and, where required, the Prospectus, along with other advertising materials which have been approved for public distribution in accordance with the local regulations are available in English, Dutch, French, Finnish, German, Italian, Portuguese, Spanish and Swedish. Before subscribing, please read the Prospectus. Hardcopies may be obtained free of charge upon request from any of: **The Company Custodian and Administrator:** JP Morgan Bank Luxembourg S.A. 6 Route de Trèves, Senningerberg, L-2633, Luxembourg; and from certain of the Company's distributors: **Luxembourg:** the Company's registered office: 6 Route de Trèves, Senningerberg, L-2633, Luxembourg; **Netherlands:** Jupiter Asset Management International S.A., Netherlands branch, Kennedy Toren, Kennedy Plein 200, 5611 ZT Eindhoven, Netherlands. Chamber of Commerce number: 71812393; **United Kingdom:** Jupiter Asset Management Limited (the Investment Manager), registered address: The Zig Zag Building, 70 Victoria Street, London, SW1E 6SQ, United Kingdom, authorised and regulated by the Financial Conduct Authority. Issued by The Jupiter Global Fund and/or Jupiter Asset Management International S.A. (JAMI), registered address: 5, Rue Heinenhaff, Senningerberg L-1736, Luxembourg which is authorised and regulated by the Commission de Surveillance du Secteur Financier. No part of this document may be reproduced in any manner without the prior permission of the Company or JAMI.

# 2020: VOORKEUR VOOR EUROPESE AANDELEN

## POTENTIE IN OPKOMENDE MARKTEN, MAAR NOG TE VROEG

AANDELEN

Op basis van waarderingen zijn aandelen in Europa goedkoop. Ook lijken er tekenen van herstel zichtbaar. Hoewel gevaar vanuit de macrohoek altijd op de loer ligt, is een gematigd groeiscenario de consensus.

TEKST HEIN PRAATS

**E**wout van Schaick, hoofd Multi Asset bij NN Investment Partners (NN IP), is voor 2020 al grotendeels gepositioneerd. 'We zijn recentelijk gedraaid van een voorkeur voor de Verenigde Staten naar een flinke overwogen positie in Europa en een kleinere in Japan. Daarbij is waardering een belangrijke drijfveer geweest. Op basis van een traditionele ratio als de koers-winstverhouding (k/w) ligt Europa bijvoorbeeld nog ruim onder het langetermijngemiddelde. Dat kun je van de VS niet zeggen.' Daarnaast liggen volgens van Schaick momenteel ook de risicopremies, zowel in de eurozone als in Japan, erg hoog. 'Daar ontvang je op aandelen ten opzichte van de wat meer risicovrije alternatieven nu historisch hoge rendementen. In Europa hebben we alleen rond de eurocrisis hogere premies gezien. Dat maakt aandelen daar extra aantrekkelijk.' Martyn Hole, beleggingsstrateg

bij Capital Group, heeft eveneens een voorkeur voor Europa, zij het bescheiden. 'Hoewel wij een echte bottom-upshop zijn, waar regionale weging geen deel uitmaakt van het proces, hebben we binnen ons wereldwijd aandelenfonds momenteel ongeveer 25% gealloceerd naar Europa ten opzichte van de 19% weging in de benchmark.' Ook bij Hole wordt dit voornamelijk gedreven door waardering. 'Als ik de gemiddeld k/w van 14 van Europese aandelen vergelijk met de 17,5 van aandelen in de S&P 500, dan is Europa duidelijk goedkoper dan de VS. Daarnaast liep Europa de afgelopen jaren ook qua winstmomentum flink achter, waarbij het bemoedigend is dat aan de productiekant nu voorzichtig tekenen van herstel zichtbaar worden.'

In Japan zit Capital Group licht onderwogen, wat vooral komt doordat de vermogensbeheerder aandelen met een grote focus op de binnenlandse Japanse economie links laat liggen. Hole: 'In plaats van te beleggen in nuts- transportbedrijven zien we meer kansen in de wat

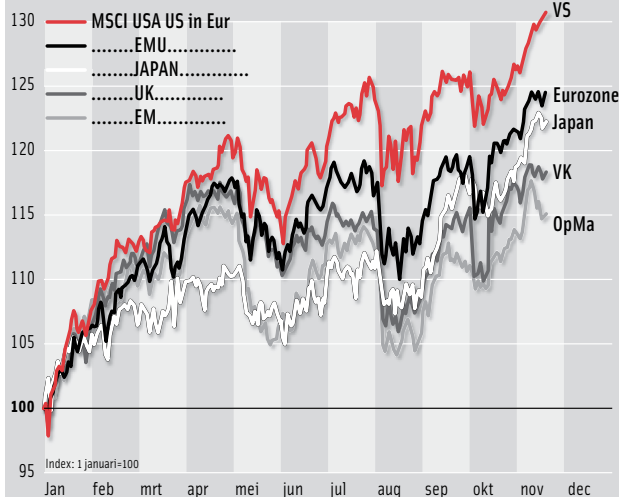
schaarsere internationale exportbedrijven die bijvoorbeeld zijn betrokken bij robotica en fabrieksautomatisering.'

### Te vroeg voor EM

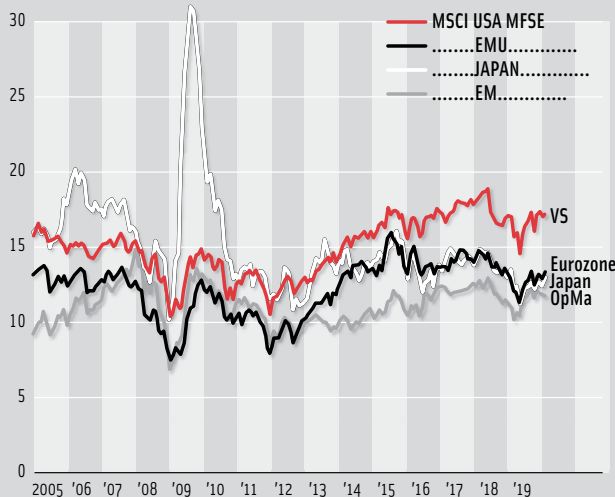
Ook in opkomende markten (EM) is Capital Group licht onderwogen. Voorlopig althans, want als Hole de k/w-ratio's van opkomende markten vergelijkt met die van ontwikkelde markten, dan liggen de waarderingen in EM zo'n 25% lager. 'Maar het ontbrak EM de afgelopen jaren eveneens aan winstmomentum, al zien we daarin recent lichte verbetering optreden. Mocht dat doorzetten, dan zouden we onze positie in een later stadium kunnen vergroten.' Gergeley Majoros, lid van het beleggingscomité van Carmignac, vindt het vooral vanwege de zwakke groeiomgeving nog te vroeg om massaal in EM te investeren. Niettemin ziet hij het wel als een veelbelovende regio in 2020. 'Behalve vanuit waarderingperspectief vormen ook de huidige liquiditeitsinjecties van de Fed, ter waarde van \$60 mrd per maand om de liquiditeitscrisis

## Onder Trump gaat het beter

Verschillende MSCI-indices, het lopende kalenderjaar naar regio (in €)



Koers-winstverhouding, 12 maanden vooruit



in de Amerikaanse banksector op te lossen, een krachtige ondersteuning voor aandelen van opkomende markten. Een zwakkere dollar zou komend jaar nog voor extra olie op het vuur kunnen zorgen.'

Volgens NN IP ondervindt de opkomende regio momenteel te veel tegenwind van wereldwijde politieke onzekerheid, zegt van Schaick. 'Je ziet bij wijze van spreken elke dag wel een nieuw land in de problemen komen. Buiten de relatief veiligere beleggingen in Azië en Oost-Europa is EM als geheel toch te onrustig en onzeker om echt positief over te worden.'

### Binaire situatie

In de top-downbenadering van NN IP spelen naast politieke vooral macro-economische ontwikkelingen een belangrijke rol. Daar is volgens van Schaick sprake van een binaire situatie met als uitkomst: een continuering óf een verslechtering van de economische omgeving van de afgelopen paar jaar. 'Ons basisscenario gaat uit van een gematigde groeiomgeving waarin de bedrijfswinsten met zo'n 4% à 5% ook bescheiden kunnen toenemen. Voor het aandelenrendement is naast winstver-

wachting daarom ook een stukje waarderingsstijging nodig. Hiervoor zien we in Europa dus nog voldoende ruimte, waar een proactiever fiscaal beleid van de overheden ook nog zou kunnen helpen.' Er zijn echter wereldwijd nog genoeg politieke onzekerheden die het status-quo-scenario volgens van Schaick kunnen bedreigen. 'Behalve dat de handelsoorlog langer kan voortduren dan verwacht, maakt het wereldwijd opkomende populisme en sociale onrust het ondernemingsklimaat er ook niet aantrekkelijker op.'

'We zouden dus zomaar in een scenario terecht kunnen komen waarin onzekerheid zorgt voor achterblijvende investeringen en teruglopende productiviteit, waardoor de economische groei verder vertraagt. In dat geval zouden winstgroei en aandelenrendementen volgend jaar zelfs negatief kunnen uitpakken. Hoewel dit dus niet ons basisscenario is, vind ik overigens wel dat de markt – met de beursindices op alltime highs – de kans dat het verkeerd gaat momenteel wat onderschat.' Volgens Majoros duiden hierbij de fundamentele vooruitzichten tot dusverre ook nog niet op een op handen zijnde cyclische verbetering.

'Zolang forsere stimuleringsmaatregelen van China, als belangrijkste contribuant aan de wereldwijde groei, uitblijven en de Amerikaanse Fed niet een meer verruimend beleid naar de toekomst impliceert, is het waarschijnlijk te vroeg om te denken dat een wereldwijd economisch herstel aanstaande is.'

### Seculiere groei

Capital Group wordt door de bottom-upbenadering per definitie niet blootgesteld aan grote macrorisico's, oordeelt Hole. 'In onze portefeuilles zijn we vooral op zoek naar bedrijven met seculiere groei die wordt aangedreven door sterke bedrijfsmodellen in plaats van bedrijven die te veel op wereldwijde economische groei vertrouwen. Het feit dat de economie mogelijk vertraagt, heeft dus niet echt een grote impact op onze geselecteerde aandelen. Niettemin nemen we in onze sterke focus op individuele bedrijfsfundamentals wel altijd de macro-ontwikkelingen mee voordat we de definitieve beleggingskeuze maken. ■

# KOMT DE ZON OP, OF GAAT-IE ONDER?

## BANKEN VERDEELD OVER TOEVOEGEN RISICO IN PORTEFEUILLE

INVESTMENT OUTLOOK 2020

Waar de ene bank de 'voorzichtige zonnestrallen' aangrijpt om risico aan de portefeuille toe te voegen, klinken bij de andere bank twijfels. Verwarren we het licht dat we zien, niet met dat van een ondergaande zon?

TEKST REDACTIE FONDSNIEUWS

**V**erschillende banken haalden eerder dit jaar wat risico van tafel. Ze vreesden voor een afzwakkend groeimomentum en de gevolgen van het handelsconflict tussen de Verenigde Staten en China. De eerste stapjes richting uitgang leken te zijn gezet.

Een ander beeld dringt zich maanden later op, als vijf vertegenwoordigers van ABN Amro, ING, InsingerGilissen, Rabobank en Van Lanschot Kempen eind november met elkaar hun assetallocatie en portefeuilleconstructie bediscussieren tijdens de Investment Outlook van Fondsnieuws. Optimisme over aandelen overheerst.

Neem Bob Homan, die met een spitsvondig 'behoedzaam? Daar herken ik me helemaal niet in!', de aanname van de moderator pareert. Ralph Wessels van ABN Amro heeft dan net met een grote glimlach gesproken over 'de eerste voorzichtige

zonnestrallen', terwijl Luc Aben van Van Lanschot na Homan zal spreken van groene scheuten en over zwaluwen die al dan geen zomer maken.

Jawel, ze weten wat dat er ééns een einde zal komen aan de cyclus, en we ons dan met zijn allen moeten wapenen, maar dat 'eens' is niet in 2020.

Toch betekent dat niet dat de banken vol gas geven. ABN houdt vast aan een neutrale positie in aandelen en een licht onderwogen positie in obligaties, al stelt Wessels dat de bank een iets hogere kaspositie aanhoudt voor het moment dat de kansen zich aandienen. Rabobank zit wél overwogen in aandelen, en

vindt de waarderingen nog aantrekkelijk, aldus de bank bij monde van Taoufik Boussebaa.

Een slag om de arm is er bij Aben van Van Lanschot, die vreest dat de zomerse zwaluwen voor hetzelfde geld kunnen veranderen in dooie mussen. Veel risico neemt de bank daarom niet, hoewel de hoofdeconomie stelt dat Van Lanschot heus niet plat op de buik ligt. 'We nemen wat risico's in EMD en credits.'

Behoedzaamheid is er wél bij InsingerGilissen. 'We komen uit een periode waarin we sterk overwogen aandelen zaten, maar ik denk dat we richting de afbouwfase gaan', aldus Gerwin Wijnia. 'De zon komt niet op, hij gaat onder', aldus de cio over de inmiddels neutrale positie in aandelen van InsingerGilissen.

Maar komt het tot een recessie? Wessels denkt in ieder geval niet in 2020, en ook Boussebaa ziet de wereldeconomie voorlopig niet in een recessie belanden, hoewel hij die verwachting direct laat volgen door een vooruitzicht op een verzwakend Amerika en een technische recessie aldaar.

### ABN AMRO EN RABO BOTSSEN BIJ DEBAT OVER VS OP ELKAAR

Homan ziet die recessie er evenmin in 2020 komen, maar zet wel in op nóg lagere groei dan dit jaar. 'Met rentes die laag blijven, maar niet lager dan nu. De verwachte rendementen blijven daardoor steken bij 1% voor een obligatieportefeuille en 4% voor een aandelenportefeuille.'

## Binaire uitkomsten

Hoe 2020 er daadwerkelijk uit gaat zien, zal grotendeels bepaald worden door de politiek, zeggen de vertegenwoordigers van de Nederlandse banken eensgezind. Aben: 'Normaal heeft politiek niet zóveel invloed. Nu kan het weleens voor binaire uitkomsten gaan zorgen, onder meer rondom de handelsoorlog en de verkiezingen in Amerika', waarbij hij opmerkt dat een herverkiezing van Trump puur economisch gezien niet zo slecht zou zijn.

Een keuze voor de Democraat Elizabeth Warren zou aandelenmarkten volgens Aben en anderen negatief beïnvloeden, en gevolgen hebben voor de sectorallocatie van beleggers. Als de peilingen richting de Democraat wijzen, zou dat voor Boussebaa aanleiding zijn om de positie in grote techbedrijven te verkleinen, aangezien Warren eerder heeft aangegeven die bedrijven aan te willen pakken. 'Maar als Trump lijkt te winnen, willen we juist wél in big tech, maar ook in energie.'

De invloed van Amerika op de portefeuilleconstructie is een punt van discussie tussen de banken, en dan voornamelijk tussen Wessels van ABN Amro en Boussebaa van Rabobank. 'Als er een recessie in de VS komt, gaan de beurzen omlaag', zegt die eerste stellig. 'Als je het idee hebt dat Amerika richting een technische recessie beweegt, moet je toch geen overwogen positie in aandelen hanteren?'

Boussebaa: 'De relatie technische



BELEGGINGSSTRATEGEN IN DEBAT FOTO: SANDER NIEUWENHUIJS

recessie en beurs is niet een-op-een. Voor ons zal een daling sowieso geen reden zijn om uit aandelen te stappen, eerder om te herbalanceren. Het is altijd een relatieve beslissing.'

## Dé grote klap

Dichter bij huis richten de strategen de blikken op de Europese Centrale Bank en de vraag of die al dan niet de depositorente nog eens zal verlagen. 'De weg van de minste weerstand', vindt Boussebaa. 'Nieuwe assets kopen is niet makkelijk en unsecured bankobligaties liggen gevoelig. Of wie weet... komt er tóch nog ooit helikoptergeld.'

Wijnia van InsingerGilissen verwacht dat Lagarde niet zomaar aan de renteknoppen zal draaien, en sowieso het monetaire beleid wat links zal laten liggen. 'Lagarde gaat iets veranderen. Fiscale stimulatie, ze wil overheden stimuleren meer uit te geven.' Een probleem, volgens Wessels, aangezien de enige landen die fiscaal kunnen stimuleren, Nederland en Duitsland zijn, maar dat

allebei niet zullen doen. De landen uit de periferie kunnen het intussen niet doen om budgetreden.

Lagarde's nieuwe beleid, ontwikkelingen rondom de brexit (Aben: 'We hebben vier scenario's, waarschijnlijk komt de zevende uit'), de politiek in de VS: de vraag is waar dé klap uiteindelijk vandaan zal komen.

Wessels: 'Grappig, als je het over de grote klap hebt, noemt iedereen de schuldenberg, de handelsoorlog, maar intussen zijn inflatie-linkers spotgoedkoop. Inflatie zou de verrassing kunnen zijn van de komende jaren.' Aben: 'Dat is inderdaad een zwarte zwaan. Inflatie zou een positieve of negatieve verrassing kunnen vormen, net als het weer ten tonele verschijnen van de Philipscurve.'

Homan vreest voor het feit dat veel beleggers in illiquide beleggingen zijn gestapt. 'Dat kan prima, maar als je geld nodig hebt, zul je naar de liquide markten moeten gaan. Als we in een moeilijke fase terecht komen, kan zich dat extra laten voelen in aandelen en obligaties.' ■

# VOLATILITEIT IN BIOTECH GEBRUIKEN

Met de Amerikaanse presidentsverkiezingen **in 2020 is er veel volatiliteit te verwachten in de markt en zo ook in de biotechsector.**

Portfolio Manager Patrick Krol van Aescap 2.0, een fonds gespecialiseerd in beursgenoteerde biotech, verwelkomt deze volatiliteit met open armen.

**V**oor Amerikaanse presidentskandidaten is het makkelijk scoren met het ter discussie stellen van geneesmiddelprijzen. Patrick legt uit waarom hij dit niet als een bedreiging maar als een kans ziet: 'De ontwikkeling van innovatieve geneesmiddelen is duur en die investeringen moeten terugverdiend worden. Een prijs voor een geneesmiddel komt niet uit de lucht vallen. Het is gebaseerd op health-economics studies die berekenen hoeveel zorgkosten er per patiënt bespaard kunnen worden indien de overstap naar een bepaald geneesmiddel gemaakt wordt. Denk bijvoorbeeld aan de kosten van arbeidsongeschiktheid, complicaties, ziekenhuisbezoeken etc.

Daarnaast vloeit een deel van de winst op een medicijn veelal weer terug naar nieuw onderzoek voor medicijnen ter behandeling van bijvoorbeeld Alzheimer, MS, kanker of Parkinson. Door de prijzen van innovatieve geneesmiddelen drastisch te verlagen, stopt men (indirect) de innovatie die zeker in het kader van de vergrijzing zo broodnodig is. Politici weten dit maar al te goed.'

## GENEESMIDDELEN

Politici richten zich daarom op de hoge prijzen van oudere, inmiddels generieke, geneesmiddelen. Voor het commercialise-



ren van deze geneesmiddelen is geen onderzoek meer nodig en is een aanzienlijk lagere prijs dus gerechtvaardigd. Wij investeren enkel in beursgenoteerde bedrijven die zeer innovatieve geneesmiddelen ontwikkelen en op de markt brengen. Wij zullen uiteindelijk ook niet geraakt worden door eventuele mogelijke maatregelen van de politiek in deze.'

'Voor biotechfonds Aescap 2.0 is de volatiliteit rondom de verkiezingen een mooie opportunity om aandelen laag in te kopen', vervolgt Patrick. 'Aan de business case van de innovatieve geneesmiddelenbedrijven verandert

niets. Bovendien is dit een echte a-cyclische sector waarin aandelenprijzen zich snel herstellen, zoals ook het geval was rondom de beurscorrectie in 2008 en de Amerikaanse verkiezingen in 2016.'

## STERKE GROEI

Over de komende jaren verwacht Patrick Krol een aanzienlijke groei van de sector. 'De afgelopen dertig jaar is onze kennis in de menselijke biologie exponentieel toegenomen wat heeft geleid tot tientallen nieuwe technologieën om medicijnen te ontwikkelen. Cel, gen en RNA-therapie zijn hier een voor-

Patrick Krol, Portfolio Manager van Aescap 2.0



*"Wij investeren enkel in beursgenoteerde bedrijven die zeer innovatieve geneesmiddelen ontwikkelen en op de markt brengen."*

beeld van. Dit zijn nieuwe therapieën, die niet alleen beter en veiliger zijn maar ook daadwerkelijk ziektes kunnen genezen. Ze zijn inmiddels gestart de oude geneesmiddelen te vervangen, wat nieuwe investerings kansen biedt in een snel groeiende markt, gedreven door de vergrijzing en opkomende economieën.' Aescap 2.0 heeft over de afgelopen drie jaar gemiddeld 25,8% netto rendement per jaar gemaakt en heeft een 5-sterren rating van Morningstar. De netto outperformance van de Nasdaq Biotech Index is 2,8 x. Het fonds heeft een omvang van 170 miljoen. ■



# The dark side of fund management

AUKE PLANTINGA: ER ZIJN MEER ACTIVISTISCHE BELEGGERS NODIG

## COLUMN

**I**k ben een groot voorstander van het beleggen in beleggingsfondsen. Beleggingsfondsen stellen kleine en grote beleggers in staat om de krachten te bundelen en al of niet actief de financiële markten te betreden tegen betrekkelijke lage kosten en inspanningen. Niettemin kleven er aan het beleggen in fondsen ook nadelen, niet zozeer vanuit het perspectief van de belegger op korte termijn, maar vooral vanuit het perspectief van de stabiliteit van financiële markten op lange termijn.

In de eerste plaats zijn beleggingsfondsen niet bevorderlijk voor de corporate governance. Alhoewel veel beleggingsfondsen een actief stembeleid voeren, is het tegelijkertijd zo dat een beleggingsfonds honderden tot niet duizenden participaties in ondernemingen heeft. Een individueel beleggingsfonds zal zijn aandacht dus moeten verdelen over dit grote aantal ondernemingen. Daarnaast is de gemiddelde participatie van een fonds relatief klein, en heeft het fonds derhalve slechts weinig invloed.

Beleggingsfondsen bevorderen niet de concurrentie tussen ondernemingen onderling. Beleggingsfondsen en vooral ook indexfondsen beleggen doorgaans in breed gespreide portefeuilles. Daarmee nemen ze nogal eens participaties in ondernemingen die met elkaar concurreren. Neem bijvoorbeeld de top 10 holdings van het NN Hoog Dividend Aandelenfonds. Dit heeft belangen in zowel Apple als Microsoft. Het is niet in het belang van de aandeelhouders van het NN Hoog Dividend Aandelenfonds wanneer Microsoft met succes premiumsmartphones in de markt zou zetten die het marktaandeel van Apple zou halveren en ook nog eens de winstmarges onder druk zou zetten. Weliswaar zou de marktwaarde van Microsoft kunnen stijgen, maar door de druk op de winstmarges zou dat niet voldoende zijn om de waardedaling van Apple te compenseren.



FOTO: HH

## Ondernemingszin

Beleggingsfondsen trekken ongeïnfomeerde beleggers aan die geen oordeel hebben of kunnen vormen over de gemiddelde waarderingen op financiële markten. Ik doel hiermee op de waardering van volledige aandelenbeurzen, zoals deze bijvoorbeeld tot uiting komen in de gemiddelde koers-winstverhouding van de AEX-aandelen. De meeste beleggers in fondsen storten en onttrekken hun vermogen op basis van hun persoonlijke financiële planning en niet zozeer op de waardering van de beurzen. Dit betekent dat de waarderingen van markten door bijvoorbeeld maan-

delijkse automatische stortingen behoorlijk uit de pas kunnen lopen met de onderliggende fundamentele waarde.

Fondsen zijn bovendien niet bevorderlijk voor de ondernemingszin. Ze beleggen in beursgenoteerde ondernemingen en niet in het midden- en kleinbedrijf waar de echte ondernemers zitten. De meeste beursgenoteerde ondernemingen zijn de facto de uitkomst van een groeiproces waarbij de oorspronkelijke ondernemers zich hebben laten uitkopen en vervangen door professionele managers. Het grootste deel van beleggingsfondsen is bovendien belegd in zeer grote ondernemingen met tienduizenden medewerkers, aangestuurd op basis van bestuurlijke processen die ook op een ministerie niet zouden misstaan.

De mentaliteit van de fondsbelegger is die van een rentenier, iemand die met weinig inspanning wil meedelen in de winsten van ondernemingen. Voor een goed functioneren van de economie is het nodig dat er meer actieve beleggers zijn die bereid zijn om een activistische rol te spelen in de governance van ondernemingen. ■

AUKE PLANTINGA IS UNIVERSITAIR HOOFDDOCENT AAN DE FACULTEIT ECONOMIE EN BEDRIJFSKUNDE VAN DE RIJKSUNIVERSITEIT GRONINGEN.



# 'VERWAR PRIVATE EQUITY NIET MET UBER'

## GEFLOPTE IPO'S VOEDEN ANGST VOOR OVERCROWDING

ALTERNATIVES

De belofte van hoge rendementen trekt veel kapitaal naar private equity. Critici waarschuwen dat de stijgende prijzen de risico's verhogen. Beleggers werpen tegen dat het in de publieke markt niet veel anders is.

TEKST MANNO VAN DEN BERG

**P**private equity is populair bij family offices en institutionele partijen als verzekeraars en pensioenfondsen. Beleggen buiten de beurs om biedt diversificatievoordeel en de kans om in een vroege, snelle groeifase van een bedrijf mee te liften. Bij een beursgang wordt de winst verzilverd. Na tegenvallende ipo's van onder meer Uber, Lyft en WeWork waarschuwen critici dat de waarderingen in private equity te hoog oplopen. Dit is ook een zorg bij private-equitybeleggers zelf, zo blijkt uit een rapport eerder dit jaar van researchbedrijf Preqin. Zij zien de hoge prijzen als grootste uitdaging voor toekomstige rendementen. Uit het rapport blijkt echter ook een bereidheid meer te investeren.

Claudio Ghisu, portfoliomanager van het multi-manager private-equityteam van vermogensbeheerder UBS AM, kent de negatieve voorbeelden. 'Een groot hightechbedrijf



UBER PICKUP-PLEK IN NEVADA FOTO: HH

als Uber is echter niet illustratief voor de hele sector. Bedrijven zijn doorgaans een maatje kleiner en hebben veelal een stabiele kasstroom en een positieve ebitda.'

Ghisu erkent dat prijzen oplopen door de toestroom van geld, maar dat er voldoende vraag is naar kapitaal. 'Beleggers kunnen hun kapitaal nog steeds effectief plaatsen. De tijd tussen het commitment van een belegger en de daadwerkelijke belegging door een private-equityfonds

ligt vrij stabiel op drie tot vijf jaar. Dat is een belangrijke graadmeter. Vroeger werd die periode nog wel eens verlengd.'

### Divers landschap

Volgens Ghisu is de beleggingscategorie de afgelopen tien jaar ingrijpend veranderd: dé private-equityasset bestaat niet. 'Was het tien jaar geleden enkel venture capital en buy-out in Europa en de VS, tegenwoordig komt Azië sterk op. China

is inmiddels de op een na grootste markt voor private equity. Managers zijn veel meer gespecialiseerd.' Dit diverse landschap biedt nog voldoende keuze en kansen voor beleggers, stelt Ghisu.

Met mogelijke economische tegenwind voor de boeg zijn hoge prijzen wel een risico. Gishu: 'Het belangrijkste risico is een wereldwijde recessie. Daarom beleggen we in fondsen die defensief beleggen, in bedrijven die vooral steunen op de binnenlandse consumptie en niet te veel schulden hebben.' UBS AM ziet vooral kansen in kleinere fondsen (tot \$750 mln aan vermogen). 'Grote fondsen moeten creatief zijn om hun miljarden aan het werk te zetten. Nu de economische omstandigheden goed zijn behalen ze nog goede rendementen, maar voor hoelang? Kleinere fondsen hebben keuze uit veel meer deals en kunnen kapitaal efficiënt in de markt zetten.'

## Hoge prijzen

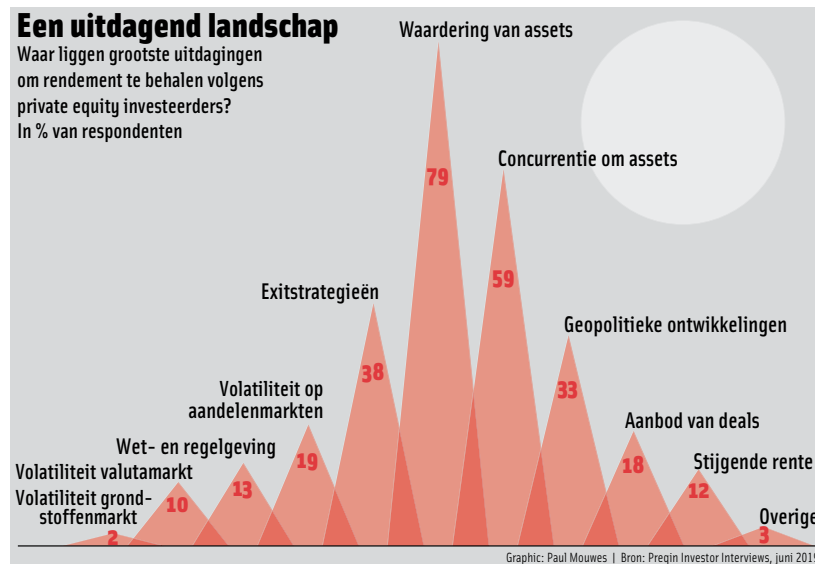
John Renkema, senior portfoliomanager private equity bij pensioenbelegger APG, ziet enige signalen voor overcrowding in private equity, maar heeft niet de indruk dat de risico's ten opzichte van de publieke markten veel groter zijn dan in eerdere jaren. 'Ja, er wordt significant meer gealloceerd en dat drijft de prijzen op. Maar ook op publieke markten zie je hoge prijsniveaus.'

Hoge waarderingen zijn gevoelig voor een correctie, erkent ook Renkema. 'Je weet echter niet wanneer die correctie komt. En wat is je alternatief? Vastrentende waarden leveren te weinig op.' Dat laatste is vooral voor Nederlandse pensioenfondsen een reden om in private equity te beleggen.

Zolang de performances in private equity hoger liggen dan op de beursgenoteerde markt, zullen par-

## Een uitdagend landschap

Waar liggen grootste uitdagingen om rendement te behalen volgens private equity investeerders? In % van respondenten



tijen zoals APG er blijven beleggen, meent Renkema. De toestroom van geld heeft daarbij ook een positief effect. 'Je kunt uit steeds meer private-equityfondsen kiezen die een goede trackrecord kunnen overleggen. Bij deze hoge waarderingen ben je misschien langer bezig om een goede investering te vinden, maar die zijn er wel in voldoende mate', aldus Renkema.

## Due diligence

Renkema: 'De keuze voor een private-equityfonds kan wel een halfjaar tot een jaar duren. Risk-adjusted return is ons belangrijkste criterium, maar ook of het fonds qua ESG en kosten bij ons past. Daarna is er een due diligence-periode die twee tot drie maanden duurt.'

APG committeert jaarlijks zo'n €6 mrd aan private equity. Vanwege de omvang van dat bedrag vooral in grote fondsen, verspreid over zo'n 25 tot 30 commitments per jaar, stelt Renkema. 'Gemiddeld duurt de daadwerkelijke investering zo'n vijf jaar. Wat we vaker zien is dat niet alle assets in een fonds zijn verkocht aan het einde van de looptijd. In steeds meer gevallen omdat de manager, de general partner, denkt dat er meer rendement te behalen is en het zonde is om te verkopen.'

Zo'n asset verhuist dan naar een nieuw fonds. De belegger kan mee-verhuizen óf vindt via de secundaire markt een nieuwe koper. Die oor-

spronkelijke investeerder moet wel zijn ogen openhouden als hij in de asset blijft zitten, stelt Renkema. 'In het nieuwe fonds betaal je wederom winstdelingen aan de manager. Over dezelfde asset. Die moet dus wel erg goed zijn.'

De groei van de secundaire markt en een groeiend leger van private-equitymanagers die elk hun eigen specialisatie hebben, zorgen ervoor dat bedrijven steeds langer in de private-equitymarkt kunnen blijven. 'Je ziet vaker dat een asset wordt gekocht door een branchegenoot met een andere specialisatie', bevestigt Ghisu.

Dat heeft mogelijk gevolgen voor een uiteindelijke ipo. Bij elke investeringsronde gaat de prijs iets omhoog, tot een niveau dat in het publieke oog te hoog kan zijn. Zowel Ghisu als Renkema stelt dat het om uitzonderingen gaat. Bovendien is een ipo niet langer vanzelfsprekend voor ondernemers, omdat de private-equitymarkt meer dan enkel financiering biedt. Renkema: 'Ondernemers krijgen een gespecialiseerde partner, die zich voor langere tijd committeert en bijdraagt aan de kwaliteit van de bedrijfsvoering. Een beursnotering betekent aandeelhoudersvergaderingen, kwartaalrapportages en andere reguleringen.' ■

**MANNO VAN DEN BERG IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.**



# INKOOP EIGEN AANDELEN STEUNT MARKTEN OOK IN 2020

Ondanks veel onzekerheden en een per saldo forse uitstroom uit aandelen heeft de categorie het dit jaar prima gedaan. **Bedrijfswinsten bleven goed op peil** en bedrijven kochten fors eigen aandelen in, stelt Sander Zondag, beheerder van het wereldwijd beleggende aandelenfonds BNP Paribas OBAM. 'Ook in 2020 blijven dit factoren van belang.'

**Z**ondag snapt dat er hoogtevrees is over de opgelopen aandelenkoersen. De lijst met onzekerheden is onverminderd lang; van handelsspanningen tot politiek wapengekletter. Volgens Zondag is de shock over het vierde kwartaal van 2018 nog steeds vers. Aandelenmarkten werden toen geraakt door oplopende rente- en handelsangsten. 'In dat kwartaal hebben wij echter onze beste aankopen gedaan door ons te concentreren op hoogrenderende en stabiele bedrijven met aantrekkelijke waarderingen.' Door in paniek uit te stappen hebben veel beleggers de rally in 2019 compleet gemist, stelt Zondag. 'Uit de categorie aandelen is het afgelopen jaar circa 500 miljard dollar teruggetrokken. Dit werd echter meer dan goedge maakt door de inkoop



van eigen aandelen door bedrijven, wereldwijd gaat het om circa 2000 miljard dollar. Die inkoopprogramma's lopen door, ook in 2020.'

## LAGE RENTE

Een andere aanhoudend gunstige factor voor aandelen is dat beleggers weinig alternatieven hebben. Tienjarig staatspapier in onder meer Nederland en Duitsland levert inmiddels een negatieve yield op. 'Eerder daar dan in aandelen kun je van een bubble spreken. Als de rente onverwacht enigszins stijgt, heb je een fors koersverlies', stelt Zondag. Op aandelen zou zo'n hogere

rente minder impact hebben, stelt Zondag. 'Binnen vijf jaar gaan we echt wel eens door de 1 procent voor tienjarige bunds. Maar zelfs als het 2 of 3 procent zou zijn, is dat geen ramp voor aandelen, zeker als dit met economische groei gepaard gaat. Zulke renteniveaus verwachten we in Europa echter niet, de monetaire verruiming is hier doorgeslagen.' De onzekerheid over het economische groeipad blijft groot. Des te meer zaak om te blijven zoeken naar bedrijven, die minder afhankelijk zijn van economische en politieke ontwikkelingen. 'Het gaat om

dominante kwaliteitsbedrijven die het ook goed kunnen doen in neergaande markten. Juist dan kun je als actieve belegger consistent outperformen. Deze bedrijven hebben een sterke positionering in een groeiende industrie, gezonde balansverhoudingen, hogere margestructuren en een hoger en consistent rendement op het geïnvesteerde vermogen.'

## ACTIEVE AANDELESELECTIE

Een goede leidraad bij de actieve selectie van aandelen is de focus op structurele groei en winstgevendheid in bedrijfstakken, meent Zondag. Sinds 2008 zijn de geaggregeerde winsten in de sectoren IT, luxere consumptiegoederen en gezondheidszorg verreweg het hoogst, energie en grondstoffen zijn hekkensluiters. 'Dit zie je ook in de sector-performance op de beurs weerspiegeld, je kan er een lijnaal naast leggen.' Voor aandelen doet Zondag geen concrete rendementsvoorspelling voor 2020. 'Gezien de winstontwikkeling van bedrijven wordt het geen slecht aandelenjaar, maar naar verwachting niet zo goed als 2019. We kijken echter verder dan een jaar vooruit en richten ons liever op de middellange termijn. Dat is niet veranderd.'



Sander Zondag, Chief Investment Officer  
BNP Paribas OBAM

## De beleggingsresultaten van 2019 in één oogopslag (YTD)

Internationaal (US dollar)	Slotstand 2018	29 november 2019	Vershil in %
MSCI World	1.883,90	2.292,26	<b>21,7</b>
MSCI All Country World	455.662,00	546.695,00	<b>20,0</b>
MSCI Emerging Markets	965,78	1.040,05	<b>7,7</b>

### VS (lokale valuta)

Nasdaq	6.329,97	8.409,80	<b>32,9</b>
S&P 500	2.506,85	3.140,98	<b>25,3</b>
Dow Jones	23.327,46	28.061,91	<b>20,3</b>

### Europa (lokale valuta)

€ AMX	657,58	882,86	<b>34,3</b>
€ AEX	487,88	597,29	<b>22,4</b>
€ DAX	10.558,96	13.236,38	<b>25,4</b>
€ CAC 40	4.730,69	5.905,17	<b>24,8</b>
€ Eurostoxx 50	3.001,42	3.703,58	<b>23,4</b>
€ BEL 20	3.243,63	3.906,68	<b>20,4</b>
€ IBEX 35	8.539,90	9.352,00	<b>9,5</b>
€ LuxX	1.364,14	1.316,14	<b>-3,5</b>
£ FTSE 100	6.728,13	7.346,53	<b>9,2</b>
£ FTSE MIB	18.324,03	23.259,33	<b>26,9</b>
CHF SMI	8.429,30	10.493,24	<b>24,5</b>
ZKR OMX S30	1.408,74	1.730,25	<b>22,8</b>

### Azië (lokale valuta)

¥ Nikkei 225	20.014,77	23.293,91	<b>16,4</b>
CNY Shanghai	2.493,90	2.871,98	<b>15,2</b>
INR India	36.068,33	40.793,81	<b>13,1</b>
SGD Singapore	3.068,76	3.193,92	<b>4,1</b>
KRW Zuid-Korea	2.041,04	2.087,96	<b>2,3</b>
CNY Hang Seng	25.845,70	26.346,49	<b>1,9</b>
IDR Indonesië	6.194,50	6.011,83	<b>-2,9</b>

### 10-jaars rente (%)

			%-punt
US Treasuries	2,69	1,77	<b>-0,91</b>
Duitse bunds	0,25	-0,36	<b>-0,61</b>
Nederlandse staatsobligaties	0,39	-0,22	<b>-0,61</b>
Belgische staatsobligaties	0,77	-0,06	<b>-0,83</b>
Britse gilts	1,27	0,70	<b>-0,57</b>
Japanse bonds	0,00	-0,08	<b>-0,08</b>

### Alternatives (US dollar)

			%
Ruwe olie (Brent, per vat)	53,80	62,42	<b>16,0</b>
Goud (per troy ounce)	1.281,30	1.470,40	<b>14,8</b>
Bitcoin	3.732,22	7.495,27	<b>100,8</b>

# 'HET IS HEEL DUIDELIJK DAT WHOLESAL NAAR ELKAAR

## INTERVIEW

Voor Robeco is 2019 een jaar met twee gezichten: voor het derde jaar op rij is er sprake van een recordinstroom. Tegelijkertijd is er het verlies van een groot fiduciair mandaat. 'Echt heel spijtig', zegt topman Gilbert Van Hassel.

**TEKST** CEES VAN LOTRINGEN EN YVONNE SCHREUDER

**O**m je in deze hevig concurrerende sector te onderscheiden moet je dan ook keuzes maken. Robeco heeft dat eerder dit jaar gedaan nadat het ruim €25 mrd grote mandaat van Pensioenfonds Vervoer verloren ging aan Achmea Investment Management. Daarop werd besloten volledig te stoppen met fiduciaire dienstverlening in Nederland.

'Wij hebben er alles aan gedaan om Pensioenfonds Vervoer te behouden. De uiteindelijke teleurstelling was dan ook groot. Na het vertrek bleven we met zo'n €6 mrd beheerd vermogen achter. Pas op dat moment hebben we de keuze gemaakt om de investeringen en de kosten, die het aanbieden van fiduciair management met zich meebrengt, te stoppen en verder te focussen op onze kernthema's.'

Van Hassel: 'We hebben daar bewust voor gekozen. Dit begint

met het principe dat wij een actieve manager zijn. Datgene wat we fundamenteel actief doen, doen we zeer geconcentreerd en met een grote afwijking van benchmarks. Daarnaast hebben we onze quant-filosofie, waarmee we een actief alternatief bieden voor indextrackers of etf's op een concurrerend prijsniveau.'

### Kernthema's

Deze strategische keuzes pakken goed uit, want 2017, 2018 en 2019 tot nu toe zijn de drie beste jaren in het 90-jarige bestaan van Robeco. 'In 2017 hadden wij een netto-instroom van €11 mrd, in 2018 was dat zelfs €14 mrd. Ik verwacht dat we dit jaar ook in de richting van de €13 mrd à €14 mrd gaan. We doen dat in een markt waarin de meeste van onze concurrenten assets verliezen en het hele retail-/wholesalesegment eigenlijk in een risk-off modus staat.' Het verlies van de pakweg €30 mrd aan fiduciaire mandaten valt in kalenderjaar 2020. Ultimo september 2019 had Robeco €199 mrd onder beheer.

In de beleggingsfilosofie van zowel fundamentele- als de meer

Ceo Robeco - sinds 2016
Sabbatical - 2014-2016
Ceo ING Investment Management 2010-2013
Ceo ING IM, Europe 2007-2009
Talrijke functies JP Morgan 1992-2007

kwantitatieve focus, richt Robeco zich op vijf kernthema's. Van het beheerd vermogen wordt ruim €70 mrd beheerd volgens de quant-filosofie. Op dit moment zijn er zo'n 160 verschillende quant-portefeuilles. Andere thema's zijn credits, opkomende markten en trend investing. Het vijfde kernthema, dat er als een overlay bovenhangt, is duurzaamheid. 'Dit zit in ons DNA en wij zijn er 100% van overtuigd dat integratie van duurzaamheid in onze beleggingsbeslissingen op langere termijn leidt tot betere voor risicogecorrigeerde rendementen.'

### Deze weg

Een overtuiging die op internationaal niveau veelvuldig onderwerp van gesprek is, is ESG, zegt de Belg Van Hassel. 'Het onderwerp komt overal binnen de eerste 15 minuten wel op tafel.' Toch moeten we volgens hem ook realistisch blijven: 'We

# INSTITUTIONEEL EN TOE GROEIEN'



GILBERT VAN HASSEL

zijn in Nederland natuurlijk heel erg ver, maar dat is nog niet overal zo. In Azië is rendement bijvoorbeeld nog altijd het kritische element, al verandert dit ook geleidelijk. In het Midden-Oosten moest je tot twee jaar geleden niet eens over dit onderwerp beginnen. Maar ook deze landen hebben het Klimaatakkoord van Parijs ondertekend. Het wordt hier in dat opzicht ook urgenter. Hoewel de VS uit het akkoord zijn gestapt, blijft de interesse daar nog steeds heel erg groot.'

## Quant-research

De uitdaging is volgens Van Hassel voorop te blijven lopen, ook als duurzaamheid in de loop van de tijd mainstream zal worden. 'Wij doen dit door te investeren in infrastructuur en vooral in research. Ons

quant-research en portfoliomanagementteam bestaat uit meer dan veertig mensen, van wie ongeveer twintig medewerkers met een doctoraatstitel. Wij stimuleren hen om contact te blijven houden met de academische wereld, bijvoorbeeld door te doceren naast hun werk bij Robeco. Daarnaast vinden wij het belangrijk dat onze researchers verder kijken dan alleen applied research, gericht op het verbeteren van het beleggingsproces, zodat je blijft nadenken over innovatie. Op dit vlak doen wij als middelgrote belegger zeker niet onder voor de zwaargewichten.'

Het concurrentieveld houdt Van Hassel nauw in de gaten. 'Wij kijken continu naar mogelijkheden voor niet-organische groei. Op het gebied van private markets, alternatieve beleggingen en absolute return-stra-

tegieën zijn wij ondervertegenwoordigd. Daarnaast kunnen we in het VK, de VS en Azië best wat extra distributiekraacht gebruiken. Voorwaarde is wel dat zo'n overname past in termen van waardering.'

## Mandaatfondsen

Hoewel hij zich op de vlakte houdt over de implicaties van de recente keuze van Rabobank voor BlackRock als fiduciair manager voor zijn discretionaire beheerportefeuilles, is Van Hassel positief over de concurrentieslag om mandaatoplossingen in de wholesalesector: '70% tot 75% van onze business is institutioneel en als zodanig "mandaatbusiness". Tot en met eind september van dit jaar hebben we 45 nieuwe mandaten met een gemiddelde grootte van €200 mln per fonds. Het is al heel lang duidelijk dat institutioneel en wholesale naar elkaar toe groeien. Daar zijn wij volledig op ingesteld.'

Een kritische noot bij de opkomst van mandaatfondsen heeft Van Hassel ook. 'We moeten opletten hoe we in dergelijke constructies omgaan met kosten. De doelstelling van de EU-richtlijn Mifid II is meer kosten transparantie en dan vooral ook in termen van wie wat wordt aangerekend. We moeten erop blijven letten dat de klant de juiste prijs voor het juiste product betaalt.'

CEES VAN LOTRINGEN EN YVONNE SCHREUDER  
ZIJN REDACTEURS VAN FONDSNIEUWS.

# BEHEERPORTEFEUILLES BANKEN: RABO AAN KOP

## BENCHMARKRENDEMENT VOOR MEESTE BANKEN TE HOOG

### MODELPORTEFEUILLES

De neutrale modelportefeuilles van de vijf grootste private banks in Nederland laten dit jaar ruime dubbelcijferige rendementen zien. Rabobank kan de beste performance voorleggen.

TEKST HARM LUTTIKHEDDE

**A**ssetallocatie bepaalt in hoge mate het beleggingsresultaat, zo blijkt eens te meer uit een analyse van de behaalde rendementen in 2019 door de grootste private banks in Nederland. De meningen over de ideale beleggingsmix liepen het hele jaar door behoorlijk ver uiteen, wat zich vertaalde in stevige rendementsverschillen.

Rabobank bleef als enige 'de markt' na alle kosten nipt voor. De werkelijke outperformance is overigens nog hoger (en de underperformance van de overige banks lager) als deze wordt afgezet tegen een vergelijkbare portefeuille die geheel is opgebouwd uit indextrackers, de goedkoopste manier om de markt te volgen.

De bank toonde stalen zenuwen door het hele jaar overwogen in aandelen te blijven, een belangrijke verklaring voor het overrendement. Andere banks haalden tijdelijk of



blijvend risico van tafel en misten daardoor een deel van de voortgaande rally.

Binnen aandelen bleef de Beheer Beleggen Actief-portefeuille van Rabobank iets achter bij de benchmark. Dit was volgens beleggingsstrateeg Taoufik Boussebaa vrijwel volledig toe te schrijven aan het deel dat in factorstrategieën belegt. Bij het deel dat inspeelt op thema's, regio's en sectoren was het beeld gemengd, met robotics als positieve uitschieter.

De obligatieportefeuille rendeert in lijn met de markt. 'Met name onze positie in Amerikaanse door hypotheken gedekte leningen en wereldwijde obligaties kostten performance, maar dit werd bijna helemaal goedge maakt door capital securities, schuld papier uit opkomende markten en inflatie linkers.'

### ABN Amro

ABN Amro bracht dit jaar de noodzakelijke wijzigingen aan in het



Multi-Manager Mandate (MMM), Risico Profiel 4, zij het niet allemaal met het gewenste resultaat. Ook de stijlallocatie speelde de bank ook parten, licht Martin Stolker, hoofd managerselectie bij ABN Amro Investment Solutions, toe.

Toch is de bank niet van plan zijn overwogen positie in waardebeleggers te herzien. 'Wij waren en zijn van mening dat de wereldwijde economie niet afstevent op een recessie, terwijl vooral de cyclisch meer gevoelige waarde aandelen dat in toenemende mate inprijzen. Daarnaast zijn waarde aandelen zeer goedkoop geworden ten opzichte van groei aandelen. De relatieve waarderingsniveaus liggen inmiddels op dezelfde niveaus als tijdens de hoogtijdagen van de internethype eind jaren negentig.'

Een meerderheid van de geselecteerde assetmanagers wist overigens wel een rendement te behalen dat gelijk aan of beter was dan hun benchmark.

### Van Lanschot

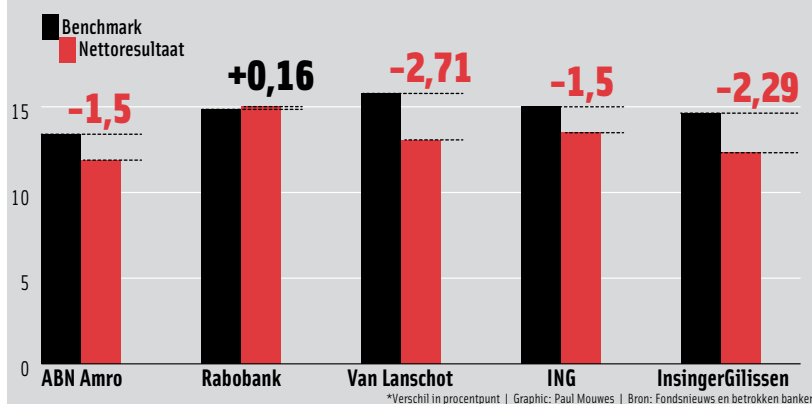
Van Lanschot is al bijna twee jaar de aandelenpositie in de neutrale Van het huis-portefeuille (zonder hedgefondsen) gestaag aan het verkleinen. Dit heeft alles te maken met de afkoelende wereldeconomie en betrof vooral de allocatie naar opkomende landen.

De positie in Amerikaanse aandelen is verhoudingsgewijs juist verhoogd. Senior vermogensbeheerder Maarten Kneepkens zegt daarover: 'Deze economie is van alle regio's het meest stabiel en de VS zijn ook nog eens relatief ongevoelig voor de handelsoorlog met China, in tegenstelling tot de opkomende regio en Europa. De keuze voor Amerikaanse aandelen pakte goed uit.'

Vooruitkijkend zegt hij zich vooral zorgen te maken over de te positieve

### Achtervolging op de index

Nettore resultaat modelportefeuilles tegenover de zelfgekozen referentie-index in %



ve winstverwachtingen die voor een sentimentomslag kunnen zorgen

### InsingerGilissen

Verslechterende fundamentals in combinatie met een verder stijgende beurs was ook voor InsingerGilissen aanleiding om de Fondsenportefeuille Gebalanceerd gaandeweg het jaar defensiever te maken, vertelt Paul Linssen, lid van het investmentteam van de private bank.

'De aandelenweging is stapsgewijs teruggebracht naar een neutrale weging en ook de samenstelling van de portefeuille is defensiever geworden, met bijvoorbeeld het opnemen van lage volatiliteitsfondsen.'

In de tweede helft van het jaar werden meer buffers aan de portefeuille toegevoegd, gefinancierd uit de afbouw van aandelen. 'Omdat wij

vinden dat de bufferfunctie van Europese kern-staatsobligaties door de lage of zelfs negatieve rentes minder effectief is, hebben we Japanse yen en Amerikaans staatsobligaties toegevoegd.'

### ING

Bij ING was het effect van assetallocatie en de geselecteerde managers licht positief, maar dat woog in het neutrale profiel niet op tegen het negatieve effect van de verlaagde duratie van de obligatieportefeuille, stelt investmentmanager Henry van Heijster.

Binnen aandelen was de bijdrage van de regioallocatie neutraal. Onder meer met de tot medio maart onderwogen positie in de VS werd rendement ingeleverd. Inmiddels is de bank overwogen in deze regio. Binnen obligaties voegde de overwogen positie in EMD waarde toe.

Fondsnieuws doet periodiek onderzoek naar de neutrale beheerportefeuilles van de private banks die (zoveel mogelijk) zijn opgebouwd met actieve beleggingsfondsen. Het gaat hierbij om portefeuilles met een omvang van zo'n €1,5 mln. ■

## WAARDERING OP NIVEAU INTERNET- HYPE JAREN 90

HARM LUTTIKHEDDE IS REDACTEUR VAN  
FONDSNIEUWS.

# 'ALS JE DE RICHTING VAN DE VERANDEREN, VERANDER D

SECTORANALYSE

De beleggingswereld gaat een belangrijke fase in. Kansen en uitdagingen van macro-economische, demografische, ecologische en technologische aard zullen de dienstverlening sterk veranderen, oordeelt strategieconsultant Jasper Haak.

TEKST JASPER HAAK

**H**istorisch hoge aandelenwaarderingen en lage rentes veroorzaken de noodzaak tot creativiteit in het construeren van portefeuilles van zowel particuliere als van institutionele beleggers. Er komt in elke beleggingscyclus een moment waarop de noodzaak tot creativiteit omslaat in een onevenwichtige situatie, die kan leiden tot een luchtbel in een deel van de financiële markt. De kunst voor elke belegger zal zijn om creatief op zoek te gaan naar rendement zonder dat er onnodige risico's gelopen worden en zonder afhankelijk te worden van 'market timing'.

Demografische ontwikkelingen gaan vaak te langzaam om de effecten ervan goed te kunnen inschatten, maar ze vereisen een drastisch andere manier van het aanbieden van beleggingsdienstverlening. Vergrijzing zet de toekomst van het pensioenstelsel onder druk. De klant

van de toekomst – de 'screenager generatie' – win je niet voor je met de huidige manier van communiceren over beleggen. Mass-customized beleggingsoplossingen in moderne aansprekende apps worden de norm.

## Meer activisme

De noodzaak tot verandering die voortvloeit uit ecologische ontwikkelingen heeft al een enorme impact gehad op de beleggingswereld. De afgelopen jaren is het vrijblijvende van duurzaam beleggen eraf gegaan. Overheden gaan op dit vlak middels wetgeving verandering afdwingen. Nederlandse beleggers lopen voor in het bepalen van hun waarden en stellen op het gebied van duurzaamheid hoge eisen aan de beleggingsoplossingen. Verbeterd inzicht in de consequenties van het beleggen zal leiden tot meer activisme. In de toekomst zullen ook de particuliere beleggers, zelfs in collectief pensioen, hun invloed aan willen kunnen wenden om richting te geven aan hun beleggingen.

De technologische ontwikkelingen hebben misschien wel de meeste

impact en maken veel van de benodigde veranderingen mogelijk. Binnen twintig jaar zijn veel tussenschakels in de beleggingsdienstverlening overbodig geworden. Zeker de onderdelen die goedkoper maatwerk in de weg staan zullen verdwijnen. Beleggingsfondsen worden overbodig. Actief beleggen, zoals het nu bestaat, sterft uit. Transactieverwerking zal zonder een tiental verschillende dienstverleners binnen seconden, in plaats van dagen, plaatsvinden. Daarmee loopt het overgrote deel van de beleggingsdienstverleners het risico van disintermediatie, zoals banken nu al ondervinden. Technologische platforms kunnen namelijk vaak dezelfde dienstverlening aanbieden zonder balansrestricties.

Veel van de genoemde ontwikkelingen lijken iets voor in de verre toekomst. Toch moet men nu al voorbereidingen treffen om op lange termijn concurrerend te blijven. De praktijk laat zien dat veel Nederlandse beleggingsdienstverleners

## 'SCREENAGER GENERATIE' VRAAGT ANDERE COMMUNICATIE

# WIND NIET KUNT AN DE STAND VAN JE ZEILEN'

hierover aan het nadenken zijn of al aan het investeren zijn in een toekomstbestendige organisatie en beleggingsdienstverlening.

## Schaalvoordelen

De winstmarges van en de kosten-druk op de asset owners hebben in Nederland geleid tot scherpere inkoop van institutionele beleggingsdienstverlening. Hierbij is passief beleggen eerder een symptoom dan een oorzaak. Assetmanagers zijn reeds aan het wennen aan lagere winstmarges die alleen te behalen zijn door schaalvoordelen te benutten middels efficiëntere organisaties. De trend van consolidatie en uitbesteding van niet-kernprocessen blijft actueel. Daarnaast zal het productaanbod gemoderniseerd moeten worden. Meer gericht op passief beleggen en op beleggen in alternatieve beleggingscategorieën. Ook moeten oplossingen voor de klant zoveel mogelijk op maat zijn in plaats van een one size fits all. Tot slot kunnen assetmanagers delen van hun organisatie zoals risicomangement, management company, IT-applicaties of managerselectie apart in een partnership met klanten inzetten. Dit vereist een state-of-the-art-beleggingsorganisatie en een visie op de wijze waarop de bestaande beleggingsdienstverlening wordt ingericht.

Naast het scherper inkopen van de assetmanagement-dienstverle-



ning zal er überhaupt meer aandacht moeten zijn voor het 'target operating'-model. Vragen als: welke delen van de beleggingsdienstverlening worden ingekocht en welke door de organisatie zelf uitgevoerd?, en: waar wordt duurzaam toegevoegde waarde voor de klant gerealiseerd?, moeten worden beantwoord. Deze antwoorden leiden tot verschillende toekomstige businessmodellen. De ene beleggingsdienstverlener koopt alles in en maakt het zo goed mogelijk passend bij zijn verschillende klanten. De andere wordt voornamelijk een platform waarbij door andere dienstverleners het klantcontact kan worden gevoerd.

Beleggingsdienstverleners con-

curren ook onderling steeds vaker. Verzekeraars hebben ook bancaire dienstverlening, banken bieden pensioenproducten aan, pensioenfondsen leveren assetmanagement-dienstverlening en assetmanagers individueel vermogensbeheer. In de toekomst zal het minder belangrijk zijn wat voor type bedrijf je hebt, maar eerder in welke mate er toegang is tot klanten. Het toekomstpotentieel van beleggingsdienstverleners wordt vooral bepaald door het innovatievermogen bij het reageren op de genoemde uitdagingen. ■

**JASPER HAAK IS MANAGING PARTNER VAN STRATEGIECONSULTANT AF ADVISORS.**

# OUTLOOK VOOR WERELDWIJDE OBLIGATIES

Het ruimhartig monetaire beleid van centrale banken blijft ook in 2020 gehandhaafd. **De politiek kan markten in beweging zetten.** Dat vraagt bij het beleggen in obligaties om een actieve, wereldwijde aanpak.

**D**e wereld liet een duidelijk waarneembare verschuiving zien naar een versoepeling van het monetair beleid, toen de groei in 2019 afzwakte en de Federal Reserve het pad verkoos van renteverlagingen. Wij voorzien dat dit ruimhartige monetair beleid in 2020 blijft gehandhaafd omdat centrale bankiers een recessie willen voorkomen. De lage rente en de lage inflatie zullen de rendementen op staatsobligaties in ontwikkelde landen op een laag niveau verankeren. In Europa lijkt de verdediging van de negatieve rente door Christine Lagarde, de nieuwe president van de Europese Centrale Bank, niet af te wijken van het beleid van haar voorganger. Wij verwachten dat de negatieve rente en aankopen van activa aanhouden. Dit zou Europese bedrijfsobligaties ten goede moeten komen. Bedrijfsobligaties kunnen ook worden geholpen door fiscale stimulering, wat in Europa gunstig kan uitpakken gezien de zwakke Duitse economie. De politiek speelt waarschijnlijk een rol in de richting die



de markten zullen kiezen en kan met Amerikaanse presidentsverkiezingen in 2020 en lopende Brexit-onderhandelingen een bron van volatiliteit zijn.

## WERELDWIJDE BENADERING

Gezien het enorme bedrag aan negatief rentende Europese obligaties staan wij voor een wereldwijde aanpak. Het stelt beleggers in staat markten te identificeren waar rendementen zullen aanhouden en rentes naar verwachting dalen. Wij denken dat centrale bank van Australië de rente zal verlagen in een poging de groei te ondersteunen, gezien haar gevoeligheid voor

een lagere groei in China. Ook grote Australische banken kunnen kansen bieden; het zijn traditionele deposito-instellingen, die hun inkomsten grotendeels genereren uit het verschil tussen de rente die zij betalen op deposito's en de rente die zij ontvangen op leningen. Lagere rentes zouden ten goede moeten komen aan zakelijke kredietnemers, maar de nadruk moet liggen op 'defensieve kredieten': bedrijven met sterke balansen, liquide emissies en de capaciteit om tijdens de volledige bedrijfcyclus inkomsten te genereren. De zoektocht naar rendement kan beleggers ertoe aanzetten

om het hele spectrum aan vastrentende waarden onder de loep te nemen. Dat kan leiden tot extra belangstelling voor door activa (ABS) en hypotheekgedekte schuld (MBS). Hoewel excessieve hypotheekschulden de basis vormden van de financiële crisis is het uitzonderlijk als een sector zo snel in herhaling valt. De schulden hebben zich tijdens deze cyclus niet opgesteld bij Amerikaanse hypotheccair kredieten.

## WERELDWIJDE RENTES

Wij verwachten dat de wereldwijde rentes op lange termijn binnen de bandbreedte blijven. Dit is een duidelijk argument voor actief beheer. Opgerekte waarderingen zijn impliciet het gevolg van negatieve obligatierendementen en krappe spreads. In een dergelijke omgeving is het belangrijk om posities te kunnen afbouwen als prijzen niet langer onderliggende fundamentele factoren afspiegelen, maar ook om tactisch risico toe te voegen als de pendule te ver naar de andere kant uitslaat. 📈

# Ruim helft fondstips van banken verslaat benchmark

VAN LANSCHOT MET TIP VAN AB CONCENTRATED US EQUITIES FIER AAN KOP M

## FONDSPRESTATIES

**R**uim de helft van de door ABN Amro, ING, InsingerGilissen en Kempen getipte beleggingsfondsen voor 2019 heeft de benchmark verslagen. Alle fondstips haalden dit jaar – soms heel hoge – positieve rendementen.

Drie actieve fondsen haalden geen outperformance, en bij de twee getipte etf's kon dat natuurlijk ook niet verwacht worden. Voor de achterblijvende fondsen geldt dat deze soms alsnog de gewenste rol hebben gespeeld in een portefeuille. Het gaat per slot van rekening om keuzes voor accenten binnen een goed gespreide portefeuille, geen compleet portefeuillleadvies.

Dat is het geval bij de fondsen die Paul Linssen van InsingerGilissen heeft aangeraden. Voor de gekozen aandelenfondsen van Robeco en Stewart waren de eerste vier maanden van dit jaar een zware dobber, mede vanwege het defensieve karakter van de fondsen. Beide presteren inmiddels weer in lijn met de markt.

Het Aegon European ABS fonds haalde hogere rendementen dan de benchmark. Wat Linssen bovendien tevreden stemt, is dat het fonds ondanks de sterke rentedaling, in de afgelopen maanden een stabiele koersontwikkeling heeft laten zien.

Het door ING gekozen EMD-fonds van NN IP profiteerde van de renteverlagingen van de centrale banken en de handelsbesprekingen tussen de VS en China. Minder tevreden is Simon Wiersma met zijn etf-keuze. 'We hadden een instrument moeten kiezen dat de lokale markt beter volgt.' De iShares China Large Cap ETF

### Tips zonder uitzondering met winst

Rendementen (in euro) in 2019, tot en met oktober in %

<b>ABN Amro</b>	
Janus Henderson Global Sustainable Equity	29,8
UBS ETF MSCI USA Socially Responsible	24,6
Neuberger Berman Emerging Markets - Hard Currency	10,0
<b>ING</b>	
NN(L) Emerging Markets Debt Opportunities Fund	10,02
iShares China Large Cap ETF	7,2
JPMorgan US Value Fund	23,5
<b>InsingerGilissen</b>	
Stewart Investors Asia Pacific Leaders	9,9
Robeco US Large Cap	17,1
Aegon European ABS Fund	1,4
<b>Van Lanschot Kempen</b>	
Harris Global Equity	25,7
Alliance Bernstein Concentrated US Equities	33,9
T. Rowe Price Global Emerging Markets	20,0

Graphic: Paul Mouwes

volgt de vijftig grootste Chinese bedrijven, terwijl de koersstijging van Chinese aandelen voornamelijk is gedreven door small- en midkappers.

Hoewel ING het JPMorgan US Value Fund voornamelijk koos vanwege de hoge weging van financials, heeft deze sector niet zo goed gepresteerd als verwacht. Wiersma: 'Andere accenten en de aandelenselectie hebben wel goed uitgepakt.'

ABN Amro legde in zijn fondstips het accent op duurzaamheid, met het Janus Henderson Global Sustainable Equity Fund en een duurzame tracker op de MSCI USA-index. Het Janus Henderson-fonds leverde outperformance op, mede dankzij een forse positie in technologie. De keuze voor een tracker van UBS op de MSCI USA SRI 5% Issuer Capped index kostte rendement. Deze index beperkt de weging van individuele aandelen tot 5% en heeft daardoor slechts beperkt geprofiteerd van de

YTD-koersstijging van 46% van Microsoft.

Het gekozen obligatiefonds bleef licht achter bij de index, hoewel Martin Stolker blij is met de voorkeur voor opkomende markten boven Europa. De index steeg tot eind oktober met 10,5%, terwijl eurostaatsobligaties op dat moment 4,1% in de plus stonden.

Dan Kempen, dat 'drie uit drie' scoort. Het T. Rowe Price GEM-fonds en het Alliance Bernstein-aandelenfonds profiteerden volgens Ralph Engelchor vooral van het feit dat groeiaandelen beter hebben gepresteerd dan waarde-aandelen.

Specifieker navigeert het TRP-fonds volgens hem succesvol door het handelsconflict tussen de VS en China en slaagt het AB-fonds in de selectie van aantrekkelijk gewaardeerde groeibedrijven. Valuebelegger Harris haalde outperformance dankzij beleggingen in financials en de gezondheidszorg. ■

# DE VERLEIDING VAN HET LIQUIDITEITSRISICO

## 'RENTEDROOGTE' DUWT BELEGGER NAAR TERRA INCOGNITA

LIQUIDITEITSMANAGEMENT

Angst voor een liquiditeitsmismatch waart rond en voedt onzekerheid op markten en onder toezichthouders. Toch pleiten langetermijnbeleggers voor het toevoegen van liquiditeitsrisico aan de portefeuille.

TEKST YVONNE SCHREUDER

In hun search for yield kijken steeds meer institutionele beleggers uit naar het toevoegen van extra kredietrisico. Dat is ook goed te verdedigen, vindt Gerard Moerman, chief investment solutions officer bij Aegon Asset Management. 'Gemiddeld heeft een pensioenfonds of institutionele belegger staats-, bedrijfs- en eventueel wat high yield-obligaties in de portefeuille. Meer kredietrisico toevoegen aan de portefeuille heeft inmiddels iedereen eigenlijk al wel gedaan. Gegeven de fase van de cyclus is het maar de vraag of dat nog voldoende loont. Het aanbrengen van spreiding, en dus andere bronnen van risico toevoegen, is interessanter. Dan komt vooral het liquiditeitsrisico naar voren.'

Hij benadrukt hierbij wel dat het toevoegen van dergelijke beleggingen moet passen bij de doelstellingen, de risicobereidheid en vooral de beleggingshorizon van de belegger.



GERARD MOERMAN

Maar uitgaande van een lange beleggingshorizon, kan een belegger wellicht meer liquiditeit aan dan men zou verwachten. Uit onderzoek van Aegon AM blijkt dat het bijvoorbeeld voor een gemiddeld pensioenfonds verantwoord is om 30 tot 40% van de portefeuille in illiquide beleggingen aan te houden.

Wouter Weijand, cio van Providence Capital, is het met Moerman

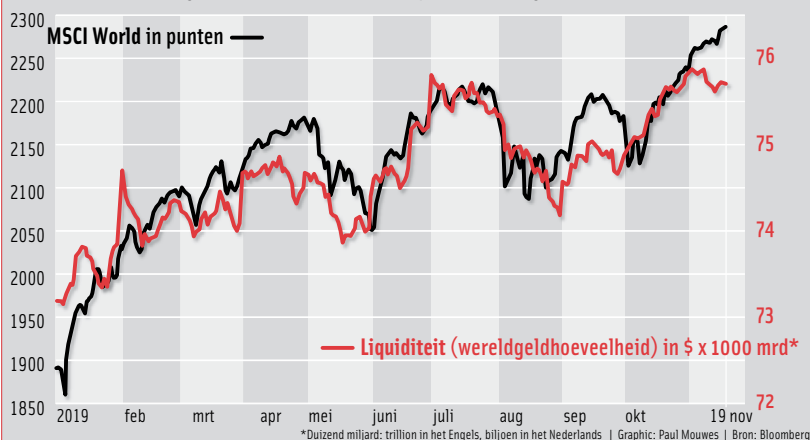


WOUTER WEIJAND

eens. De naar zijn zeggen heersende 'rentedroogte' heeft ook hem doen besluiten om meer liquiditeitsrisico voor zijn vermogende klanten op te zoeken. Renterisico's worden hierbij nadrukkelijk vermeden door te kiezen voor beleggingen met een variabele rente en een kredietrisico dat gelijkwaardig is aan dat van high yield-obligaties. Een deel van de vastrentende waarden portefeuil-

## Correlatie geldhoeveelheid en aandelenmarkten

Kwantitatieve verruiming centrale banken heeft marktliquiditeit verhoogd, alsook aandelenkoersen



Het fenomeen liquiditeitsrisico laat zich niet makkelijk vangen, omdat het zich manifesteert op meerdere niveaus. Zo kent men markt- en portfolioliquiditeit. Marktliquiditeit betreft de mogelijkheden om effecten te kopen of verkopen in de markt. Portfolioliquiditeit duidt op de mate van flexibiliteit in een portefeuille om te anticiperen op in- en uitstroom, of andere marktomstandigheden zonder dat de verhoudingen in een portefeuille uit het lood raken.

Marktliquiditeit wordt bepaald door vraag en aanbod, die verbeterd wordt door marketmakers. Maar door striktere kapitaalvereisten wordt de rol van marketmakers bemoeilijkt. Wouter Weijand: 'Tot 2017 konden handelaren een ruim aantal posities aanhouden en dat stelde ze in staat om scherp te bieden met een positief effect op bied-en-laattijden. Door het kapitaalbeslag waar banken of brokers nu mee worden geconfronteerd, zijn de positielimieten van handelaren fors ingeperkt en dit beperkt liquiditeit op een onnatuurlijke wijze. Het zorgt er bovendien voor dat een deel van de veronderstelde liquiditeit bij bepaalde assetcategorieën er in realiteit niet is.'

les belegt het multi-family office in private debt. Want hoewel deze beleggingscategorie gekenmerkt wordt door hogere krediet- en liquiditeitsrisico's, meent Weijand dat hij hiermee de belangen van – vooral – zijn defensief gepositioneerde klanten het beste dient. Het illiquide karakter van dit type belegging is juist de bron van rendement.

### Liquiditeitsrisico

Een percentage van 30% alloceren naar illiquide beleggingen is volgens hem verantwoord. 'Wij kijken naar omvang van vermogen, want dat is een goede indicatie van wanneer de

klant het geld mogelijk nodig heeft. Hoe groter het vermogen, hoe langer dat duurt en hoe meer er gealloceerd zou kunnen worden naar illiquide beleggingen. Daarnaast houden we rekening met de risicovoorkuren van individuele klanten en passen we het beheercontract aan. Doorgaans alloceren wij tussen de 0 en 30% naar illiquide assetcategorieën, waarbij 30% echt voor de hele grote vermogens van boven de €50 mln is weggelegd.'

Het liquiditeitsrisico verdeelt de markt echter in twee kampen. Tegenover voorstanders als Moerman en Weijand, staan de tegenstanders

die wijzen naar recente bedrijfsongevallen zoals met de fondsen van de Brit Neil Woodford en HO2 die volgens hen laten zien dat er in veel portefeuilles al te veel liquiditeitsrisico zit. In juni ging het fonds van Woodford noodgedwongen dicht en besloot de Britse toezichthouder in te grijpen.

### Stresstesten

De Financial Conduct Authority stelde eind september nieuwe liquiditeitsregels in voor fondsen ter bescherming van beleggers in openend fondsen die beleggen in illiquide assets. Daarnaast zullen vanaf september 2020 de nieuwe richtlijnen voor liquiditeitsstresstests voor in de EU gevestigde beleggingsfondsen van kracht worden, zo heeft de Europese toezichthouder Esma besloten.

Het is een logische stap volgens Moerman. Toch waarschuwt hij voor een soort schijnzekerheid rond traditionele, liquide beleggingscategorieën. 'Deze zijn misschien wel verhandelbaar, maar dat maakt ze bijvoorbeeld ook volatiel. Kijk bijvoorbeeld naar aandelen.'

Daarnaast wijst Moerman erop dat het onderscheid liquide en illiquide niet altijd goed valt te maken voor verschillende beleggingscategorieën. Een voorbeeld hiervan is het spectrum van alternatieve vastrentende waardebeleggingen. 'In plaats van de zwart-witverdeling van liquide en illiquide heb je bij alternatieve fixed income meer te maken met grijstinten. Zo is een Duitse staatsobligatie bijvoorbeeld zeer liquide, terwijl er voor een staatsobligatie van Slovenië, een land met een prima creditrating, veel minder kopers zijn.'

# GEGEVENS VERMOGENDE FAMILIES OP STRAAT

## FAMILY OFFICE BEREIDT KLANTEN VOOR OP UBO-REGISTER

WET- EN REGELGEVING

Sommige vermogende families slapen slecht. Zijn hun kinderen veilig nu hun vermogen wordt opgenomen in een openbaar register? Gevreesd wordt voor een koppeling van onlinegegevens en hacken van het register.

TEKST LENNEKE ARTS

**E**en menukaart voor criminelen, in plaats van een register voor toezichthouders. Zo noemt een advocaat uit de VS het openbare UBO-register dat per 10 januari wordt ingevoerd, zegt Jan Willem Schenk van HVK Stevens. De notaris van het advieskantoor wordt gezien als een van dé experts als het gaat om dit register waarin 'Ultimate Beneficial Owners' van juridische entiteiten hun gegevens verplicht moeten gaan opnemen. Sinds 2015 geeft hij cursussen over het onderwerp.

'Het grootste probleem van dit register is de inbreuk op de bescherming van de persoonlijke levenssfeer van vermogende families', vat Schenk samen. 'Heiligen de middelen het doel? Daar heb ik grote twijfels over.'

Het UBO-register is onderdeel van de 4de antiwitwasrichtlijn van de Europese Unie. Doel is om boven tafel te krijgen wat de hoeveel-

heid vermogen is van ondernemingen, stichtingen en verenigingen, wie daartoe zijn gerechtigd en wie daar zeggenschap over hebben. Oorspronkelijk zou dat een register voor alleen toezichthouders worden, maar inmiddels ligt een openbaar register op de plank.

### Persoonlijke dreiging

Linksom of rechtsom zullen medio 2021 volgens het RSM-Nyenrode Instituut de gegevens van 270.000 Nederlandse familiebedrijven vindbaar zijn, via slechts een kleine horde. Enkel bij hoge uitzondering worden gegevens afgeschermd, bijvoorbeeld als een familie politiebescherming krijgt. Ruim 70% van de families vreest dan ook dat het register een inbreuk op hun privacy betekent. Bijna 42% maakt zich volgens het RSM-Nyenrode Instituut zorgen om de veiligheid van zichzelf en familie.

Michiel Dill en Philip Pennings van Clavis herkennen die zorgen. Hun klanten hebben niks te verbergen voor de fiscus, maar wél iets te beschermen voor de buitenwereld, verduidelijken ze. Dill heeft een situ-

atie van rechtstreekse persoonlijke dreiging meegemaakt en met regelmaat vertellen relaties hem dat hun kinderen op het schoolplein worden aangesproken op hun vermogende status. 'Dan is het een heel legitiem belang dat je iets te beschermen hebt', aldus de oprichter van het Bossche Family Office.

Strijden tegen de regelgeving heeft wat Dill betreft weinig zin. 'Het is een fait accompli. Het is er, en daar zijn we pragmatisch in. Ik vind het goed dat er regels zijn waarmee terrorismefinanciering en zwart geld worden uitgebannen. Maar ook de mensen die zich niet bezighouden met belastingontduiking of -ontwijking worden in hun persoonlijke levenssfeer geraakt door die roep om meer transparantie. Hetzelfde geldt voor bijvoorbeeld goededoelinstellingen. Dat is een vervelend neveneffect.'

### Hoofddoel register?

Schenk vraagt zich daarnaast af of het hoofddoel van het register – criminelen pakken die zich schuldig maken aan witwassen, terrorisme-



financiering of belastingontduiking – bereikt wordt. ‘De politiek lijkt te denken dat als de gegevens achter vermogende bedrijven en families maar openbaar zijn, niet alleen instanties, maar alle burgers gaan meehelpen om witwasproblemen en terrorismefinanciering boven water te krijgen. Iedere EU-burger is daarmee opsporingsambtenaar geworden. Aan de persoonlijke levenssfeer en privacy wordt hiermee afbreuk gedaan.’

Buiten kijf staat dat vermogenden die hun gegevens willen beschermen, nu in actie moeten komen. Daarbij draait het volgens Schenk en Dill vooral om de scheiding van de ‘wie’ en de ‘wat’. Dill: ‘Wij kunnen niet uit de boeken houden wie de UBO is. Maar je kunt de governance-entiteit wel loskoppelen van de entiteit waarin het vermogen zit. Van de governance-entiteit kun je vervolgens publiceren wie erachter

zit – want daarin zit geen geld. En van de vermogensentiteit maak je een personenvennootschap, die wel belastingaangifte moet doen, maar geen balans hoeft neer te leggen bij de KvK.’

Clavis noemt deze aanpak een ‘golfbreker’, en heeft zo nog wat ‘huis-tuin-en-keukenoplossingen’ opgesteld. Pennings, verantwoordelijk voor vermogensstructurering, somt een lijst van twaalf mogelijke oplossingen op. Het gaat onder meer om de horizontale splitsing van vermogen, maar ook de benoeming van meerdere aandeelhouders en het niet-herleidbaar maken van directies.

Cruciaal voor de variant die het kantoor toepast, is het beschermingsniveau dat een familie kiest. Dill: ‘We hebben klanten die het niet veel boeit dat er iets over hen te vinden is, we hebben klanten die het ongelóóflijk belangrijk vin-

den. Wij schrijven daar geen norm voor. Voor ons geldt wel altijd: een klant moet juist in het register staan, op de juiste manier belastingaangifte doen en voldoen aan de eisen.’

## UBO versus AVG

De families die klant zijn bij Clavis, zijn voorbereid op het UBO-register. Voor de invuloefening is tijd genoeg, aangezien entiteiten die op 10 januari staan ingeschreven, een aanleverperiode van anderhalf jaar krijgen.

Schenk vindt het sowieso vroeg voor grote stappen, omdat de technische contouren onvoldoende uitgekristalliseerd zijn. ‘Het enige wat zeker is, is dat er een register komt. Maar hoe verhoudt privacywet AVG zich tot het UBO-register? En hoe zit het met bv’s die zich ná 10 januari inschrijven? Krijgen die slechts de wettelijke acht dagen? Zelfs het begrip UBO ligt niet volledig vast.’

Iets waar families zich sowieso niet op kunnen voorbereiden, is de koppelingen die onlinedatabanken gaan maken op basis van de extra informatiebron. Dill: ‘In het register zelf kun je niet zoeken op UBO, dus een naam intypen om vervolgens alle entiteiten te zien die aan die naam zijn gekoppeld. Mogen zoekmachines gegevens aan elkaar koppelen, zodat dat wél kan? Dat geeft wel een belang om de eerste zeventien maanden niks te hoeven doen.’ Schenk wijst erop dat de UBO-registers van verschillende EU-lidstaten in 2021 aan elkaar worden gekoppeld. ‘Een ketting is zo sterk als de zwakste schakel. Als je via een ander register gemakkelijk in het Nederlandse register komt, kun je in één keer bij alle gegevens. Laat staan wat er gebeurt als het hele systeem gehackt wordt.’ ■



FOTO: HH

# BELEGGENSVISIE 2020: NIET WORDT GENOEMD

ANALYSE

Han Dieperink heeft niets met voorspellingen. Doorgaans worden ze gegeven zonder veel kennis uit het verleden en zonder veel begrip voor het heden. Toch laat hij zichzelf bijna verleiden tot één: stijgende inflatie.

TEKST HAN DIEPERINK

**H**et voorspellen van koersen op een termijn van een jaar is vragen om ongelukken. Toch proberen velen dit elk jaar opnieuw, vaak ongehinderd door kennis uit het verleden en meestal ook zonder al te veel begrip voor het heden. Van de toekomst weten ze opeens alles. In een tijd met negatieve rentes is dat ook niet zo vreemd, dan is de toekomst immers meer zeker dan het onzekere heden. Economen, beleggingsstrategen en analisten komen deze tijd van het jaar met uitgesproken voorspellingen. Beleggers doen er goed aan om deze voorspellingen te negeren.

Laten we eerst eens kijken wat een jaar geleden werd voorspeld. Na een correctie op de aandelenmarkt in het vierde kwartaal van 2019 was de consensus terughoudend. Eind 2019 stond elke belegging, afgezien van kas, in de min. De stemming zat er goed in. Dat waren beleggers

sinds de start van de bullmarkt in 2009 niet meer gewend. Veel werd opgehangen aan de voorspellende waarde van de omgekeerde rentecurve. Het is een mooi voorbeeld dat correlatie niet hetzelfde is als causaliteit. Het aantal recessies dat correct is voorspeld door een omgekeerde rentecurve is te klein om statistisch significant te zijn.

## Leuk tijdverdrijf

Sinds de jaren zestig zijn er in de Verenigde Staten zeven recessies geweest. Aan elke recessie ging een inverse rentecurve vooraf, maar er waren ook inversies zonder recessie. Voor sommige recessies was

## BELEGGER MOET DE GLAZEN-BOLKIJKER NEGEREN

een duidelijke oorzaak, zoals de escalatie van de oorlog in Vietnam in 1969, het restrictieve beleid van de Fed na de komst van Paul Volcker in 1979, de invasie van Koeweit in 1990 en de kredietcrisis in 2007. Alleen de recessies in 1973, 1980 en 2001 werden mede veroorzaakt door monetair beleid met gevolgen voor de rentecurve. Buiten de Verenigde Staten is er zelfs geen correlatie tussen inverse curves en recessies. Toch wil iedereen onsterfelijk worden met het correct voorspellen van de volgende recessie. Een leuk tijdverdrijf voor economen, maar onverstandig voor beleggers om daarnaar te luisteren.

Verder was iedereen somber over Europa door de brexit en de situatie in Italië. De euro en daarmee ook de Europese Unie zouden mogelijk de volgende recessie niet overleven. Die risico's zijn in de loop van het jaar duidelijk afgenomen. Buitenlandse beleggers hebben geen excuus meer om niet in Europa te beleggen. Ook zou de Fed, het stelsel van Amerikaanse centrale banken, de beleidsrente dit jaar meerdere keren verhogen. Eind 2018 bleek Powell bepaald gevoelig voor de ontwikkeling op de financiële markten. Onder het motto van financiële stabiliteit draaide de Amerikaanse centrale bank 180 graden. De rente ging omlaag en niet omhoog en de Fed-put is sterker dan ooit. Het jaar 2019 zou een mager beleggingsjaar worden. Sommigen gingen zelfs zo ver om te voorspellen

# EEN RISICO DAT NOG IS INFLATIE



PRESIDENT DONALD TRUMP FOTO: HH

dat cash de best presterende asset class van 2019 zou worden. Stijgende rentes, stagnerende winsten en weinig ruimte voor hogere waarderingen. De titel van de Fondsnieuws Investment Outlook 2019 vatte de stemming mooi samen: is the party over?

## Beste beleggingsjaar

Het kan verkeren. Dit jaar zal waarschijnlijk het beste beleggingsjaar zijn sinds de start van de bullmarkt. Het is opvallend hoelang velen negatief bleven, ook gedurende het jaar. De bullmarkt die gestart is in 2009

was al nooit geliefd, maar niemand wil tegen het voorspelde einde instappen. Toch leert het verleden dat juist tegen het einde van een bullmarkt de beste rendementen worden behaald. De top wordt immers bereikt wanneer de euforie piekt. De grote terughoudendheid zorgt juist voor de muur van angst die de bullmarkt nu eenmaal moet beklimmen. Tegen het einde van de bullmarkt wordt het rendement vooral bepaald door stijgende waarderingen. Gelet op de piekwaarderingen in het verleden in combinatie met de extreem lage rente kunnen aandelen, zelfs

vanaf deze niveaus nog veel verder stijgen.

In de Verenigde Staten is 2020 een verkiezingsjaar, meestal een goed jaar voor beleggers. Het lijkt nu te gaan tussen Donald Trump en Elizabeth Warren, een Democraat die door veel beleggers nog meer wordt gevreesd dan Trump. Het meest genoemde risico voor volgend jaar is de handelsoorlog, maar juist omdat het zo vaak wordt genoemd is dat risico niet zo groot. Een risico dat niet wordt genoemd is inflatie. In de Verenigde Staten is de inflatie al op het hoogste punt in tien jaar en stijgende lonen, olopende voedselprijzen door klimaatproblemen en hogere olieprijs door een aantrekkende economie helpen dan niet. Maar de mix van uitbundig monetair beleid, een aantrekkende wereldeconomie en terughoudende beleggers vormt een stevige basis voor verder stijgende koersen. Dat begint al verdacht veel op een voorspelling voor het komende jaar te lijken. Beter is het om te houden bij de uitspraak die wordt toegeschreven aan zowel John D. Rockefeller als J. Pierpont Morgan. Op de vraag wat de markt zal doen, was het antwoord: 'Young man, I believe the market is going to fluctuate.' ■

**HAN DIEPERINK IS VOORMALIG CIO VAN RABOBANK EN ONAFHANKELIJK BELEGGER. RECENT PUBLICEEDE HIJ HET BOEK 'BELEGGEN OP HET KANTELPUNT'.**



VALENTIJN VAN NIEUWENHUIJZEN

# DE GROTE VERBOUWING VAN NN IP

## ASSETMANAGER ZIET FORSE GROEI IN ALTERNATIVE CREDIT

INTERVIEW

NN IP heeft een proces van volledige herpositionering doorlopen. Deze ging gepaard met een geheel nieuwe manier van werken. Centraal staan samenwerking, duurzaamheid en het aanboren van nieuwe rendementsbronnen. Een gesprek met cio Valentijn van Nieuwenhuijzen.

**TEKST** LENNEKE ARTS EN  
HARM LUTTIKHEDDE

**M**et een nieuwe ceo en cio ging de directie van NN Investment Partners twee jaar geleden nadenken over een toekomstbestendige strategie die de uitdagingen in de sector en de markt het hoofd kan bieden. Een jaar later was de 'herpositionering' een feit. Deze hield echter meer in dan het benoemen van de kerncompetenties; ook werden er organisatorische wijzigingen doorgevoerd om een 'one team, one dream'-cultuur te creëren.

In de nieuwe opzet staat de assetmanager open voor samenwerking op meerdere vlakken, wordt er volop gebruikgemaakt van nieuwe technologie om alpha te genereren en wil het leiderschap tonen op het gebied van duurzaamheid, vertelt chieft investment officer Valentijn van Nieuwenhuijzen.

'We hebben de organisatie een stuk platter en simpeler gemaakt om sneller op veranderingen in te

kunnen spelen. Ook hebben we een centraal platform voor innovatie en duurzaamheid opgezet, met daaromheen een vijftal 'investment hives.' Dit zijn de beleggingsteams waarin behalve portfoliomanagers en analisten nu ook verschillende data- en duurzaamheidsspecialisten zitten.'

De nieuwe structuur is volgens de cio veel meer geënt op onderling samenwerken, in tegenstelling tot NN IP's oude multi-boutique-model waarin de verschillende beleggingsteams meer autonoom opereerden, waardoor je niet kunt voorkomen dat ze met elkaar de concurrentie aangingen.

**'ER IS NIET EEN MANIER WAAROP JE ESG-BELEID TOEPAST'**

Het centrale platform is bedoeld om beleggingsteam te 'inspireren en faciliteren'. Zo wordt er bijvoorbeeld gewerkt aan een eigen ESG-indicator, vertelt Van Nieuwenhuijzen. 'Bij twee derde van onze assets, oftewel €170 mrd, zijn duurzaamheidsfactoren al een integraal onderdeel van het beleggingsbeleid, maar we willen dit verder uitbreiden. De eigen indicator helpt daarbij. Die baseren we op data van externe providers zoals Sustainalytics en Refinitiv, aangevuld met een aantal andere, meer specifieke of alternatieve databronnen zoals True Value Labs. Samen met de expertise van onze mensen zal daar een raamwerk uitkomen.'

### ESG-attributie

De inspanningen op het gebied van duurzaamheid en data-analyse moeten uiteindelijk de fundamentele analyse op een aantal focusgebieden verrijken. Over de bijdrage ervan wil NN IP zo transparant mogelijk zijn. 'We zijn nu bezig de ESG-attributie in kaart te brengen, voor zowel aandelen als obligaties, om te kunnen zien wat de invloed van ESG-inte-

gratie is op de performance. Dat is nog niet helemaal afgerond.'

Op andere vlakken ziet de assetmanager nog meer mogelijkheden tot uitbreiding. Zo is NN IP bezig met het verkennen van de mogelijkheden van 'natural language processing' als onderdeel van AI-technieken. Van Nieuwenhuijzen verwacht op dit moment niet dat met big data, behavioral finance en kunstmatige intelligentie 'alles tot op de basispunt' te attribueren valt. 'Uiteindelijk is ons geloof dat je de menselijke creativiteit en de discipline van data en technologie moet combineren.'

### Alternative credit

NN IP heeft voor zijn klanten ook andere vormen van nieuwe rendementsbronnen aangeboord, met name in de private markten op vastrentend gebied. Dus hypotheekleningen, commercial real estate, corporate leningen, infrastructuurleningen en door overheden gedekte leningen.

Van Nieuwenhuijzen: 'Deze alternative credit-beleggingen zijn enorm in opkomst. Daar komt bij dat banken onder druk van regelgeving een deel van hun balans terugbrengen en daar zitten veel van dit soort leningen bij. Pensioenfondsen en verzekeraars hebben juist veel behoefte aan dit soort beleggingen, waarbij ze als langetermijnbeleggers het niet zo erg vinden dat ze wat meer illi-



quiditeit op hun balans hebben. In die verschuiving kunnen wij als assetmanager van een verzekeraar een belangrijke rol spelen. Dit is absoluut een grote groeiemarkt als je kijkt naar ons klantenbestand dat voor een groot deel uit institutionele klanten bestaat.'

De focus ligt bij NN IP op obligaties, multi-asset en een aantal gespecialiseerde aandelenstrategieën. 'Dat zijn plekken in de markt waar actief beheer zich nog bewijst. In tegenstelling tot bijvoorbeeld de Amerikaanse aandelenmarkt waar dat twijfelachtig is. Opkomende marktaandelen en een aantal hoog dividend- en wereldwijde aandelenstrategieën hebben we afgebouwd of brengen we in samenwerking met gespecialiseerde managers als Irish Life IM en American Century, als aanvulling op ons eigen assortiment zodat we klanten een totaaloplossing kunnen aanreiken.'

Die openheid naar samenwerkingen heeft overigens meerdere dimensies. Het fondshuis wil meer de dialoog aangaan met klanten en meedenken over hun uitdagingen, maar ook in onderzoek zoekt het naar partnerships. Zo werkt NN IP samen met universiteiten in binnen- en buitenland, wat tot meer 'diversiteit in denken' en nieuwe perspectieven moet leiden.

Op het gebied van duurzaamheid wil NN IP toonaangevend zijn, zowel qua richting van denken en het in de praktijk brengen daarvan. 'Dus hoe doe je ESG-integratie precies, welke data gebruik je, hoe innovatief ben je daarin. Daarin willen we investeren en versnellen.'

Overigens is er volgens de cio niet één manier waarop je je ESG-beleid kan toepassen. 'Ik vraag mijn beleggers niet om een vaste duurzaamheidsaanpak te kiezen, maar om aansluiting bij onze principes en denkrichting. Per beleggingscategorie zijn er grote verschillen hoe je dat kunt toepassen. In een top-downstrategie als multi-asset is dat anders dan in een bottom-upaandelenstrategie, en ook weer anders dan een bottom-upcreditstrategie. Ik zeg dan: ga onderzoeken welke aanpak het beste bij je past, en houd in gedachten dat we onderdeel zijn van de discussie en onderdeel van de beweging om het gedrag van bedrijven de goede kant op te kantelen. Er zijn meerdere wegen die naar Rome leiden.'

### Mandaatfondsen

Het nieuwe NN IP moet kortom een wendbare organisatie zijn die sneller op nieuwe ontwikkelingen kan inspelen. Een meer recent voorbeeld daarvan is het toenemende gebruik van mandaatfondsen door private banks. Deze partijen kozen in het verleden vaak voor beleggingsfondsen. Van Nieuwenhuijzen: 'Daar moeten wij ons ook op aanpassen. Aan de andere kant beheren we al veel institutionele mandaten en is dit voor ons niet heel ingewikkeld. We hebben er veel ervaring mee in binnen- en buitenland. We werken bijvoorbeeld al op zo'n manier met ING in België. In Nederland zijn we erover in gesprek met de meeste banken.'

LENNEKE ARTS EN HARM LUTTIKHEDDE ZIJN  
REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

# NN IP ZOEKT NAAR NIEUWE BRONNEN VAN ALPHA

# STATE STREET ZIET KANSEN IN CREDITS EN EMD

Ook volgend jaar blijven obligatiemarkten in de greep van zorgen over economie, handel en politiek. **Licht positieve economische signalen en hernieuwde stimulering door centrale banken** maken een harde landing echter onwaarschijnlijk.

**H**et stormt nog steeds, maar de seinen staan minder op rood dan ruim een jaar geleden toen beleggers worstelden met renteverhogingen en een naderende recessie. Dat stelt Antoine Lesné, hoofd strategie en research EMEA bij SPDR, de ETF-tak van State Street Global Advisors: 'Wereldwijd trekt de groei in onze prognose aan van 3,2 naar 3,4 procent in 2020 en Europa komt iets hoger uit op 1,3 procent. In de VS neemt de groei wel iets af, naar 1,9 procent.' De obligatiemarkt zag in 2019 forse instromen en Lesné verwacht geen grote verschuivingen. De terugkeer van centrale banken als opkoper van obligaties is daarbij een positieve factor. 'Wij nemen daarom iets meer risico op in onze portefeuilles, onder meer via bedrijfsobligaties. We verwachten dat de spreads in dit segment verder zullen dalen', aldus Lesné. 'Ook voor emerging

market debt (emd) zijn de vooruitzichten goed, maar dat vinden we al enige tijd.'

## KIES WEL KWALITEIT

Binnen de risicovollere obligatie-segmenten kiest State Street Global Advisors wel voor kwaliteit. 'In bedrijfsobligaties hebben we een voorkeur voor investment grade en ook in high yield gaan we voor de meer kredietwaardige namen. We zien aan de instroom van onze obligatie-ETF's dat ook beleggers die keuze maken.' Ook qua looptijd zouden beleggers iets meer risico kunnen nemen, richting het midden van de rentecurve, stelt Lesné. Maakte eerder de vrees voor oplopende rentes een korte duration populair, inmiddels zouden beleggers voor de hogere yield van obligaties met iets langere looptijden kunnen kiezen omdat die renteangst uit de markt is. State Street Global

Advisors ziet dat beleggers nog wel terughoudend zijn richting het begin van 2020 en een voorkeur hebben voor een duration van tussen de een en drie jaar. Lesné: 'Lange looptijden zijn best risicovol op dit moment. Met name in staatsobligaties zijn de waarderingen fors opgelopen. De verwachte renteverhogingen zijn inmiddels ingeprijsd.' De houders van zulke obligaties zijn kwetsbaar als centrale banken hun verruimingsbeleid weer afbouwen en ook een oplopende inflatie kan negatief verrassen. 'We verwachten eigenlijk geen verdere significante renteverlagingen in de VS in 2020, tenzij de Fed in een politiek spel terecht komt', aldus Lesné.

## EMERGING MARKETS

In de aanhoudende zoektocht naar yield is emerging market debt (emd) een goede mogelijkheid om rendement én inkomen te genereren. Obligaties uit op-

komende landen zijn met name interessant vanwege de hoge reële yield, stelt Lesné: 'De inflatie in opkomende markten is op dit moment namelijk vrij laag. Ook de waarderingen zijn aantrekkelijk, al is dit segment niet zonder risico.' Daarbij komt dat ook opkomende valuta aantrekkelijk gewaardeerd zijn. Dit speelt obligaties in lokale valuta in de kaart. 'Het mandje van valuta uit opkomende markten is zo'n 5 tot 6 procent ondergewaardeerd ten opzichte van de dollar', stelt Lesné. 📈



Antoine Lesné, hoofd strategie en research EMEA bij SPDR, de ETF-tak van State Street Global Advisors

# INNOVATIEDRUK BANK IS NIEUWE NORMAAL

## 'IN THE END WIL KLANT TOCH BEVESTIGING ADVISEUR'

DIGITALISERING

Klanten van banken willen niet zozeer andere informatie, ze willen die vooral in een andere vorm. Bij Van Lanschot Kempen leidde dat tot een omnichannel klantmodel, Rabobank ontwikkelt een leeromgeving voor klanten.

TEKST LENNEKE ARTS

Digitalisering van de financiële sector is volgens de AFM een van de thema's van 2019. Door digitalisering is het mogelijk om de consument gerichter te benaderen. David Versteeg van Van Lanschot Kempen en Martijn Hombergen en Bart Horsten van Rabobank vertellen waar zij staan.

### VAN LANSCHOT KEMPEN

'Toen ik vijf jaar geleden aan boord kwam bij Van Lanschot Kempen, stonden we voor een grote uitdaging rond klantcommunicatie op technologisch gebied. Zelfs private-bankingklanten, die gemiddeld genomen wat ouder zijn dan retail-bankingklanten, gaven aan méér te willen op digitaal gebied', vertelt David Versteeg, de chieft development officer bij Van Lanschot Kempen, in

een gesprek met Fondsnieuws.

'Met een investeringsprogramma van €60 mln zijn we daarom in 2016 'from scratch' begonnen met het bouwen van een omnichannel klantbedieningsmodel, waarbij tools voor klanten, adviseurs en private bankers met elkaar in contact staan. Echter, telefonisch of face-to-face contact met een adviseur of private banker blijven cruciaal en laagdrempelig.

Alles wat we hebben ontwikkeld, is cloud based en mobile first. Voor klanten hebben we naast het online-klantportaal, een bankieren-app en een wealth-app, voor private bankers en adviseurs een klanten-app die we Compass noemen en het Message Center.

Compass geeft een private banker signalen die relevant zijn voor klanten, bijvoorbeeld als een klant een flink bedrag heeft overgemaakt of goedkeuring heeft gekregen voor een hypotheekaanvraag, maar ook als er lange tijd geen contact is geweest.

Ons communicatiesysteem Mes-

sage Center is een middenweg tussen traditioneel een-op-eencontact en generieke mailings. Als voorbeeld: een beleggingsadviseur opent het Message Center, waarna een check wordt gedaan in het CRM-systeem voor welke klanten hij adviseur is. Vervolgens kan hij een persoonlijk bericht opstellen voor een klant, of een bericht sturen naar een grotere groep klanten om hen bijvoorbeeld te wijzen op een nieuwsbericht rondom een bedrijf in hun portefeuille.

Natuurlijk moeten mensen wennen aan die veranderingen. Van de klanten omarmt nu ongeveer 25 tot 30% de beleggen-app. We verwachten dat dat kan groeien tot 75% van de beleggende klanten. Compass had een redelijk langzame start, maar hoe meer triggers we inbouwen, hoe meer private bankers de app wilden.

We willen geen digitale bank worden, maar ik ben ervan overtuigd dat banken continu moeten innoveren rondom klantcommunicatie. Dat is mede ingegeven door de veranderende rol van wealth mana-



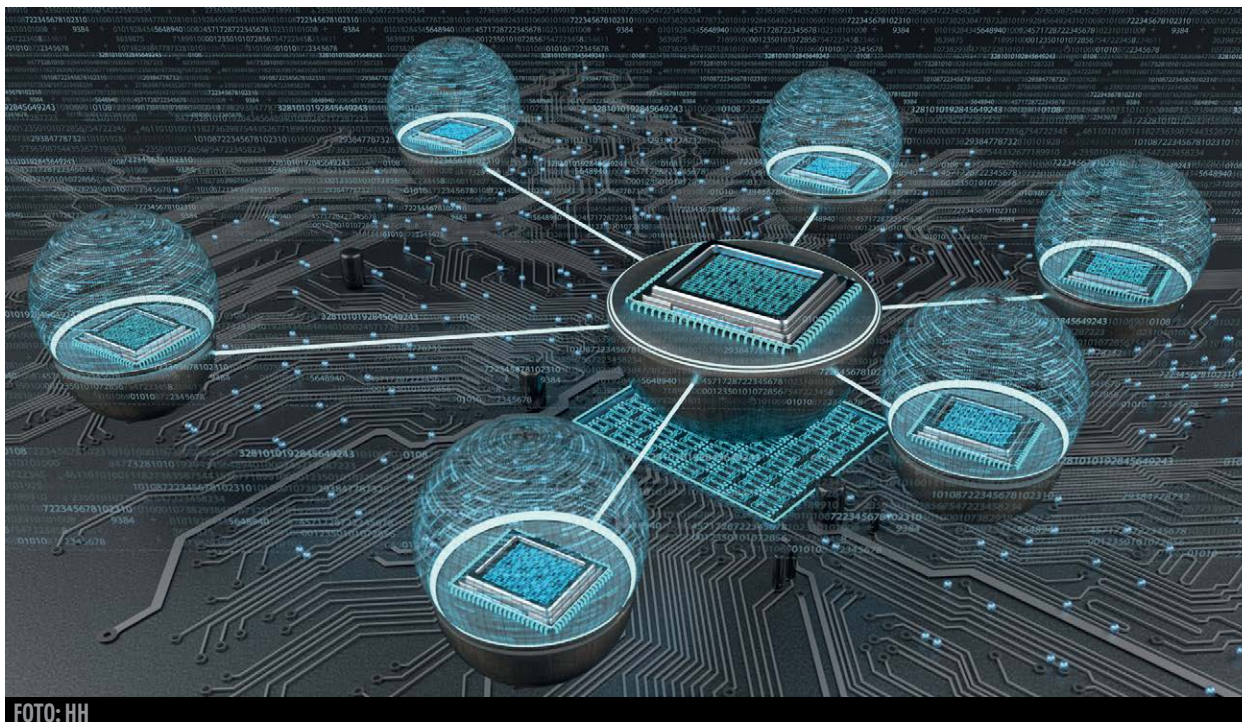


FOTO: HH

gers. Gesprekken met klanten gaan tegenwoordig over wat ze willen bereiken in het leven. Digitale tooling kan zo'n gesprek ondersteunen, bijvoorbeeld met de digitale intake tool die we gebouwd hebben.

De projectperiode van het investeringsprogramma loopt eind dit jaar af, maar de meerderheid van het team gaat door. We willen "best in class" zijn op digitaal gebied als het gaat om beleggen.'

## RABOBANK

'Een app is transactiegericht: even je saldo checken, een overboeking doen, Apple Pay gebruiken. Voor onze vermogensbeheerklanten, die in toenemende mate in beleggingsfondsen zitten, kan een app met pushmeldingen rondom individuele aandelen afleidend werken. De individuele performance van een aandeel bepaalt niet hun rendement op de langere termijn', vertellen Bart Horsten en Martijn Hombergen, respectievelijk directeur vermogensopbouw en productmanager bij Rabobank.

'In onze communicatie richting klanten blijven we weg van de waan van de dag. We behandelen infor-

matie per thema, bijvoorbeeld in de vorm van een analyse rondom brexit of het dieselschandaal. Een volgende stap is dat klanten kunnen bepalen wanneer ze hier behoefte aan hebben. Wij investeren in onderzoek op dit gebied.

In onze innovatie op het gebied van klantcommunicatie over sparen en beleggen richten we ons vooral op de koppeling van kortetermijnontwikkelingen aan langetermijn-doelstellingen. Klanten meer bewust maken van de impact van keuzes en van het feit dat wat nu misschien niet interessant lijkt om te overwegen, straks wel van belang wordt. Ze richten op hun huidige en toekomstige financiële gezondheid.

We zijn nu een eerste concept voor financiële planning aan het bouwen dat we volgend jaar real life

# 'WE WILLEN GEEN DIGITALE BANK WORDEN'

hopen te testen. Daarmee gaan we die "financial life"-thema's triggeren, op een zo simpel mogelijke manier. Een digitale spelomgeving maakt het makkelijker om uitdagingen te vertalen naar iets waar je vandaag mee aan de slag kan.

Als puntje bij paaltje komt, willen klanten bij het maken van een keuze toch graag de bevestiging van een adviseur. Wel ontwikkelen we het zo dat het volledig online kán. Een eerste trigger kan best in de Rabo-app komen, omdat de drempel om contact op te nemen met een adviseur vrij hoog kan zijn als je zelf nog geen scherpe vragen geformuleerd hebt. En dan ben je zeker niet bereid daar veel voor te betalen.

Een volgende stap kan zijn om klanten te leren om conclusies te trekken uit informatie. Het feit dat klanten op slechte dagen vaker hun app checken om te zien hoe de beurs ervoor staat, geeft iets weer over hun risicohouding. Wat kun je daar als bank mee doen voor die klant? Dat zijn wel concepten die we nu aan het onderzoeken zijn, om te kijken hoe we daar in de toekomst op kunnen sturen.'

LENNEKE ARTS IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

# DE HOOGVLIEGERS VAN 2019

## CHINA-FONDS VAN ALLIANZ IS BEST PRESTERENDE FONDS

### BEST OF THE REST

2019 was een uitstekend beursjaar. Morningstar evalueerde de prestaties van verschillende regio's en sectoren om uiteindelijk tot de 5 best presterende beleggingsfondsen van 2019 te komen.

TEKST HARM LUTTIKHEDDE

**H**et jaar 2019 is duidelijk het jaar van aandelenbeleggers geworden. De schrik zat er aanvankelijk nog goed in na de stevige correctie in het laatste kwartaal van 2018, waardoor veel beleggers dat jaar in het rood afsloten. Een fors herstel in het eerste kwartaal bleek echter het startschot te zijn voor het sterkste beursjaar sinds 2009, gemeen naar de prestaties van de MSCI World index.

Tot de winnaars van 2019 behoren Nederlandse aandelen, met een rendement van ruim 25%. Ook de categorie Amerikaanse largecap-aandelen eindigde hoog, en op sectorniveau waren het met name technologie en edelmetalen die hoge ogen gooiden.

De best presterende Morningstar-categorieën waren echter te vinden binnen opkomende markten. Beleggers in Taiwanese small- en midcaps, Russische aandelen en Griekse aandelen konden de hoogste rendementen bijschrijven van elk meer dan 30%.

Ondanks de fantastische rendementen voor deze categorieën, worden ze niet allemaal vertegenwoor-

### Stevige resultaten

Top 5 fondsen met hoogste rendement in 2019

	YTD*
<b>Allianz</b>	
China A shares	49,50
<b>iShares</b>	
MSCI Russia	43,94
<b>Tree International</b>	
TIGfund	42,56
<b>L&amp;G</b>	
Gold Mining ETF	40,46
<b>SPDR</b>	
S&P US Technology Select Sector ETF	39,35

\*Tot en met 31 oktober | Graphic: Paul Mouwes | Bron: Morningstar

digd door de top 5 best presterende beleggingsfondsen in 2019. De ranglijst wordt namelijk aangevoerd door Allianz China A shares, dat bijna 50% rendement kon bijschrijven.

Dit fonds probeert te profiteren van het openen van de Chinese A-aandelenmarkt voor buitenlandse beleggers, die voorheen aangewezen waren op Chinese bedrijven die in Hongkong of Amerika beursgenoteerd zijn.

China is de op een na grootste aandelenmarkt ter wereld, waarvan ongeveer 70% van de aandelen A-aandelen zijn. Het verder openen van de markt biedt beleggers de mogelijkheid om breder in Chinese be-

drijven te investeren dan alleen de financials en communicatiebedrijven die al elders genoteerd waren.

### Gazprom

De iShares MSCI Russia bezet plaats twee, met een rendement van 43,9%. Deze zeer geconcentreerde etf die uit slechts 17 posities bestaat, huisvest meerdere namen die in 2019 een spectaculair rendement hebben gerealiseerd. De waarde van Gazprom, het grootste gasbedrijf ter wereld, verdubbelde bijna. Maar ook de aandelen van Surgutneftegas, Norilsk Nickel en Sberbank stegen meer dan 50%, gemeten in euro's.

De vermelding van de SPDR S&P US Technology Select Sector ETF in dit lijstje illustreert de wederopstanding van Amerikaanse technologiebedrijven als grote gangmaker op de financiële markten. Indexzwaargewichten Microsoft en Apple wonnen respectievelijk 46% en 63% in 2019, gemeten in euro's. Daarmee hebben ze een belangrijke bijdrage geleverd aan de sterke prestaties van de etf, maar zijn ze niet de sterkste stijgers binnen de index. Lam Research dikte 107% aan, terwijl KLA-Tencor en Xerox bijna in prijs verdubbelden. ■

HARM LUTTIKHEDDE IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

P I M C O<sup>®</sup>

# Een hogere standaard voor rendement.

Op het gebied van ESG-strategieën geloven wij dat investeerders niet hoeven te kiezen tussen rendement en positieve impact. ESG is een belangrijk onderdeel van ons onafhankelijke research proces, waarbij we waarde creëren voor klanten die zich richten op positieve veranderingen.

**Ontdek nieuwe mogelijkheden op [nl.pimco.com/esg](https://nl.pimco.com/esg)**

**Uitsluitend bestemd voor professionele doeleinden. In het verleden behaalde resultaten zijn geen garantie of betrouwbaar richtsnoer voor toekomstig rendement.** Maatschappelijk verantwoord beleggen is van kwalitatieve en subjectieve aard en er is geen garantie dat de overtuigingen of waarden van een individuele belegger tot uitdrukking komen in de beoordelingen van PIMCO of in de door PIMCO toegepaste criteria. **PIMCO Europe Ltd** (ondernemingsnummer 2604517) is erkend door en staat onder het toezicht van de Financial Conduct Authority in het Verenigd Koninkrijk. ©2019, PIMCO.

# H A L L O

Maak kennis met twee van de sterkste fondsbeheerders in Europese aandelen

Jupiter is verheugd met de komst van **Mark Heslop** en **Mark Nichols** als beheerders van Jupiter's European Growth team.

- Twee **actieve aandelenmanagers** met een focus op lange termijn beleggen in kwalitatief hoogwaardige groeiondernemingen.
- Beiden beschikken over een **schat aan ervaring** en laten een uitstekend trackrecord zien.
- De managers beleggen in het **hele spectrum** van large-, mid- en small caps in Europa.

*"Als actieve fondsbeheerders creëren wij voor onze beleggers waarde, afkomstig uit de groei van de beste en meest toekomstbestendige ondernemingen in Europa"*

**Kapitaal onder risico.**

GA NAAR [WWW.JUPITERAM.COM/NL](http://WWW.JUPITERAM.COM/NL)

  
**JUPITER**  
Asset Management