



Rabobank

Rabobank Beleggingsvisie

Vierde kwartaal 2015

Inhoudsopgave

Samenvatting	1
Terugblik	2
Scenario-analyse	4
Vluchtelingencrisis	6
Economie	8
Liquiditeit	9
Waardering	10
Assetmix	11
Aandelen Core	13
Aandelen Factor	14
Europa	15
Japan	16
Opkomende markten	17
Frontier markten	19
Thema's	20
Portefeuille	21
Obligaties: looptijden	22
Bedrijfsobligaties	23
High yield debt	24
Emerging debt	25
Obligatieportefeuille	26
Maatschappelijk Verantwoord Beleggen	27

Het derde kwartaal was voor aandelen het slechtste kwartaal sinds het derde kwartaal van 2011. Dat terwijl het eerste kwartaal nog het beste kwartaal voor aandelen was sinds 1998. Fundamenteel is er weinig gewijzigd, maar de angst voor een Lehman-achtige neerwaartse spiraal na de devaluatie van de Chinese renminbi zorgde voor een sentimentsverslechtering. De geloofwaardigheid van de Chinese leiders en de Amerikaanse centrale bank kwam onder druk en dat zorgde voor onvoorspelbaarheid en onzekerheid.

Samenvatting

Een slecht kwartaal voor aandelen kon niet gecompenseerd worden door positieve rendementen bij obligaties. De correctie is wat ons betreft meer een kwestie van sentiment en niet van fundamentele ontwikkelingen. In ons basisscenario is er nog altijd sprake van een bijzonder gunstige omgeving voor aandelen. De rente is laag, de liquiditeit is uitbundig en andere alternatieven zijn relatief duur. Het goede nieuws is juist dat zowel in de Verenigde Staten, de eurozone als in Japan sprake is van reflatie. Binnenkort zal er waarschijnlijk ook in China sprake zijn van reflatie door de aanstaande verdere verruiming van het monetaire beleid. Binnen aandelen gaan we verder met de implementatie van de Core-Factor-Satellite-strategie. In het obligatiedeel van de portefeuille proberen we de mogelijke toekomstige effecten van een geleidelijke stijging van de rente zo veel mogelijk tegen te gaan door een combinatie van maatregelen. Per saldo blijven wij positief op aandelen en terughoudend met obligaties. Verder staan wij in deze kwartaalvisie stil bij de relevantie van de vluchtelingenproblematiek voor de belegger, de samenhang tussen de ontwikkelingen bij Volkswagen en Maatschappelijk Verantwoord Beleggen en de Chinese A- en H-aandelenmarkt. Verder nog een korte handleiding hoe te reageren op een correctie op de aandelenmarkten.

Terugblik

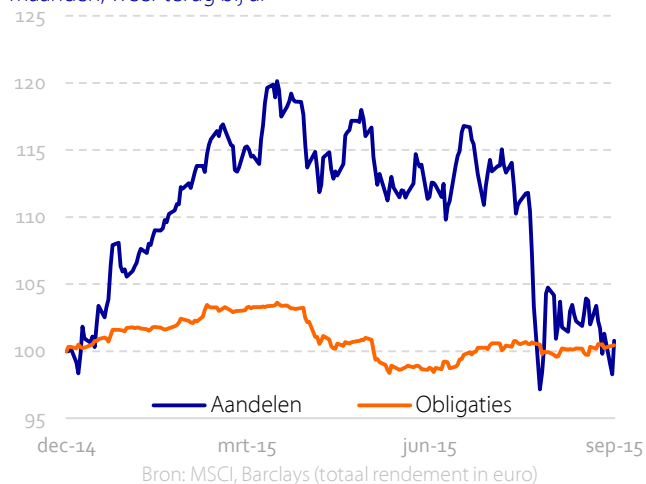
Correctie

Het is alweer een tijd geleden dat er sprake was van een forse correctie op de aandelenmarkt. Deze correctie is vooral een sentimentskwestie. Fundamenteel is er weinig veranderd.

Devaluatie renminbi aanleiding correctie

Nadat aandelen gedurende het tweede kwartaal per saldo zijwaarts bewogen, zorgde de aankondiging van de Chinese centrale bank om de renminbi te devalueren vanaf 17 augustus voor een correctie (figuur 1). De devaluatie van de Chinese renminbi kwam als een verrassing voor de markten. Het was bekend dat het vrijer laten bewegen van de munt onderdeel zou zijn van de Chinese hervormingen, maar het moment waarop was ongelukkig gekozen. De devaluatie volgde kort na verwoede, maar mislukte, pogingen om de koersval op de aandelenmarkt te stutten en een onhandige reactie op de ramp in Tianjin. Door na drie dagen (en een devaluatie van slechts 3%) de munt weer te koppelen aan de dollar, boet het Chinese beleid in aan geloofwaardigheid. Dat zorgt voor onvoorspelbaarheid en uiteindelijk onzekerheid.

Figuur 1: Aandelen en obligaties eerste negen maanden, weer terug bij af



Correctie Chinese A-aandelen

De devaluatie zorgde voor een scherpe correctie op de Chinese A-aandelenmarkt van 25% in zes handelsdagen. Bovendien was er veel volatiliteit in munten van opkomende landen, waardoor

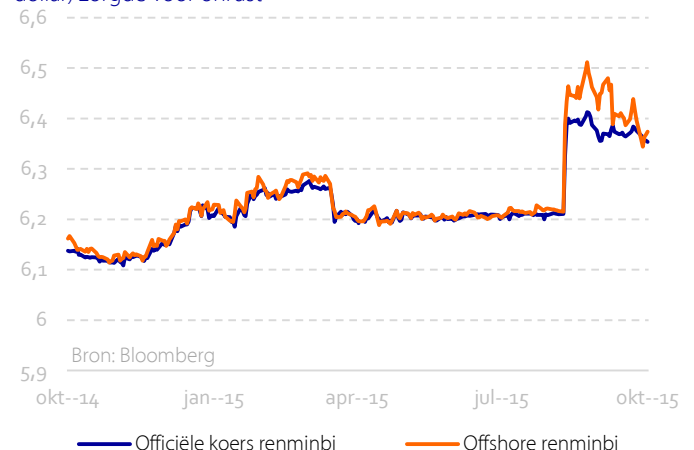
de media er een oplevende valutaoorlog in gingen zien en er parallellen werden getrokken met de Azië-crisis van 1997. Het devaluatiemoment was ook ongelukkig, omdat het net viel na zwakke Chinese exportcijfers en verder krimpende producentenprijzen. Het leek daardoor een poging om de

concurrentiekracht van de Chinese economie een oppepper te geven, waarmee de autoriteiten impliciet leken te erkennen dat ze moeite hadden om die groei op peil te houden.

Van neerwaartse spiraal naar positieve vicieuze cirkel

Een neerwaartse spiraal waarbij zwakke economische cijfers zorgen voor vragen over de houdbaarheid van de schulden en over het vertrouwen in het financiële systeem is gevaarlijk, zeker als dit gepaard gaat met kapitaalvlucht en opdrogende liquiditeit. Dat hebben we in 2008 wel gezien. Inmiddels lijkt het zowel met de Chinese economie als met die kapitaalvlucht wel mee te vallen. Er is geen sprake van een harde landing en de kapitaaluitstroom loopt sterk terug. Een neerwaartse spiraal kan dan snel draaien in een positieve vicieuze cirkel, vooral wanneer de geloofwaardigheid in de Chinese leiders kan worden hersteld. Uit het verschil tussen de officiële koers van de renminbi en de door de markt bepaalde koers van de offshore renminbi, is af te leiden dat de rust op valutair gebied weer is teruggekeerd (figuur 2).

Figuur 2: Devaluatie renminbi (versus de Amerikaanse dollar) zorgde voor onrust

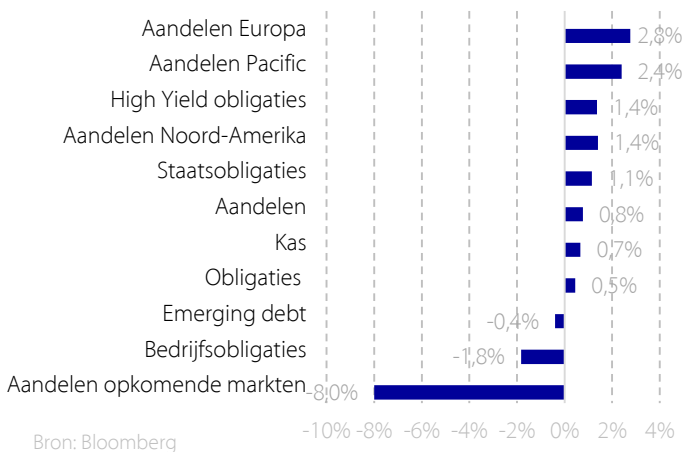


Het slechtste kwartaal voor aandelen sinds het derde kwartaal van 2011.

Geloofwaardigheid Fed

De ontwikkelingen in China raken ook het beleid van de Fed. De Amerikaanse centrale bank werkt al meer dan een jaar aan haar exit-strategie en wil liefst dit jaar de rente te verhogen om de lange periode van een rente op nul en uitgebreide kwantitatieve verruiming achter zich te laten. Dat beleid wordt nu gefrustreerd door de ontwikkelingen in China. Vrijwel meteen werd er opgeroepen tot een negatieve beleidsrente of tot een nieuwe ronde van kwantitatieve verruiming (QE4). De Fed heeft bovendien aangegeven dat haar beleid afhankelijk is van macro-economische data en die lijken eerder te pleiten voor een renteverlaging dan een renteverhoging. Tot voor kort hield de Fed geen rekening met de ontwikkelingen in China, maar nu noemde de centrale bank dit opeens als argument om de rente in september niet te verhogen. Het beleid van de Fed wordt daarmee onvoorspelbaarder en dat zorgt voor onzekerheid. Dat ziet Yellen blijkbaar ook in en zij probeert het beleid weer te verschuiven van 'data-dependant' naar het aloude 'forward-guidance'-systeem dat is ontwikkeld onder Greenspan en vervolmaakt onder Bernanke. Door expliciet aan te geven wanneer de Fed de rente gaat verhogen, hoopt ze voor de nodige rust te zorgen. Vooralsnog mikt de Fed op december, vrijwel meteen weer gefrustreerd door een tegenvallend banenrapport.

Figuur 3: Rendement eerste negen maanden (in euro)

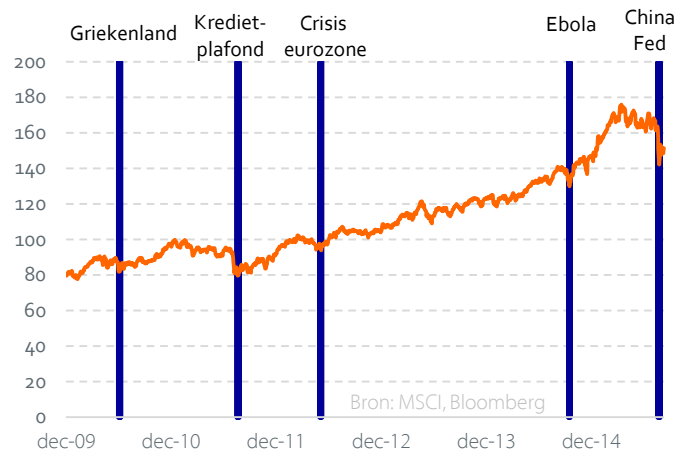


Portefeuille terug bij af

Obligaties konden weinig compensatie bieden voor de koersval. De rente is laag en daalde per saldo nauwelijks. Bovendien stegen de kredietopslagen, wat zorgde voor lichte koersverliezen op bedrijfsobligaties. Per saldo zijn zowel

aandelen als obligaties weer ruwweg terug op het punt waar 2015 is begonnen. Binnen aandelen valt wel de tegenvallende ontwikkeling op bij de opkomende markten. In april presteerden opkomende markten nog beter dan ontwikkelde markten, maar dat beeld is in de afgelopen maanden duidelijk gekanteld (figuur 3).

Figuur 4: Periodes van onrust in de afgelopen vijf jaar (MSCI Wereldindex)



Nieuwe periode risico-aversie

In de afgelopen vijf jaar was er vier keer een periode waarin er sprake was van duidelijk onrust op de financiële markten (figuur 4). Tijdens de Griekse crisis, de crisis rondom het Amerikaanse kredietplafond, de crisis in de eurozone en vorig jaar tijdens de Ebolacrisis. Alle vier bleken dit goede instapmomenten. Verschil met vorige correcties is dat de afgelopen vier keer de onrust zorgde voor een aantrekkende dollar, wat tegenwicht kon bieden voor de koersverliezen in dollarwaarden. Dit keer worden de koersverliezen versterkt doordat de dollar eerder de neiging heeft te verzwakken door de daarmee samenhangende afnemende kans op renteverhoging. Wij gaan ervan uit dat de markten nog wel even volatiel zullen blijven, tot het moment dat er meer zekerheid komt over de Chinese economie en het Amerikaanse monetaire beleid en totdat de geloofwaardigheid van de twee grootste economieën is hersteld.

Scenario-analyse

Normalisering, Grote rotatie of Doormodderen

De toekomst is onzeker. Een scenario-analyse maakt geen voorspelling ten aanzien van de toekomst en is geen exacte wetenschap. Het gaat om het verkennen van mogelijke scenario's en om details te kunnen plaatsen in een groter complex geheel. Met kansberekeningen kunnen onzekerheden worden gereduceerd, al was het maar omdat men mentaal is voorbereid.

Drie scenario's

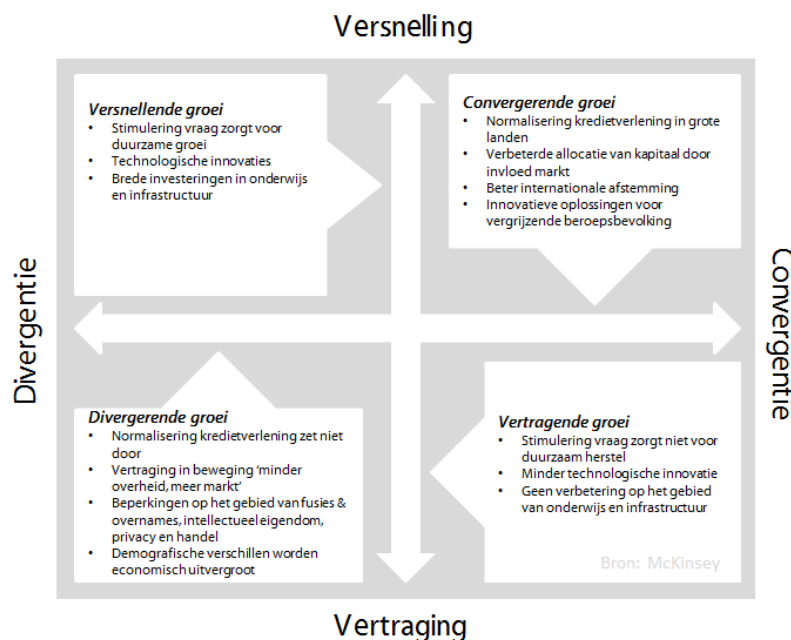
Wij hanteren drie scenario's. Ons basisscenario getiteld Normalisering heeft als uitgangspunt de decennia durende IT-revolutie waar we nog altijd middenin zitten. Deze revolutie heeft een positief effect op de economische groei en een drukkend effect op inflatie. Verder kan deze periode vergeleken worden met de tweede industriële revolutie die, als men het ruim neemt, loopt vanaf het revolutiejaar 1848 tot het financiële rampjaar 1929. Een periode die, net als nu, voor langere tijd gekenmerkt werd door reflatie, wat positief is voor aandelen. Echter ook een periode met de nodige turbulentie en meerdere financiële crisissen op rij. Begin dit jaar kenden wij meer gewicht toe aan het positieve scenario, getiteld Grote Rotatie. Dat is een scenario waarin de economische groei zou versnellen tot boven de trend. Afgezien van de economie in de eurozone hebben we een dergelijke versnelling echter niet gezien. De kans op dit scenario is daarom weer terug van 30% naar 20%. Daar waar het positieve scenario zich leek te voltrekken in het eerste kwartaal, leek het derde kwartaal voorbehouden te zijn voor het negatieve scenario, getiteld

Doormodderen. In dit scenario valt de economische groei juist terug en is er onvermogen in de politiek en bij monetaire autoriteiten om daarop te acteren. Dat hebben we ook daadwerkelijk gezien, gelet op de reactie van de Chinese autoriteiten op de dalende koersen. Dat zorgde weer voor een dilemma voor de Amerikaanse centrale bank. De kans daarop is dus groter dan eerder gedacht en gaat van 10% naar 20%.

McKinsey scenario's

De IT-revolutie uit ons basisscenario heeft de globalisering en urbanisering mogelijk gemaakt, wat ook de basis is voor de sterke groei in de opkomende markten. De groeiverschillen tusschen de opkomende markten en de ontwikkelde markten zijn de laatste jaren steeds kleiner geworden (geconvergeerd). De

vraag is uiteraard hoe dit in de toekomst er uit zal zien. McKinsey (zie figuur hiernaast) heeft recent een rapport uitgebracht waarin vier scenario's afgezet worden tegen vertragende dan wel versnellende groei van de wereldeconomie en of die groei zal convergeren (verdere globalisering) of divergeren (dus



deglobaliseren). Voor convergentie is vereist dat monetair beleid normaliseert. Lukt dat niet, dan is de kans groot dat protectionistische maatregelen leiden tot divergentie. Dit divergentierisico zien we ook terug in ons negatieve scenario, een scenario waarin beleidsmakers niet meer de middelen hebben om de neerwaartse spiraal te stoppen. In dit kader moeten dan ook de ontwikkelingen op het gebied van de vrije wereldhandel (het Transpacific Partnership en het Transatlantic Trade & Investment Partnership), de relatie China-VS en de Europese vluchtelingenproblematiek worden geplaatst. In de tabel op de volgende bladzijde staan onze inschattingen bij de verschillende scenario's.

TABEL 1: SCENARIO-ANALYSE	BASISSCENARIO	POSITIEF SCENARIO	NEGATIEF SCENARIO
Kenmerken	Normalisering	De Grote Rotatie	Doormodderen
Waarschijnlijkheid/prognose	60%	20%	20%
ECONOMIE & MONETAIR BELEID			
Economische groei wereld (2014: 3,4%)	3,1% (2016: 3,6%)	4,5%	<3%
Monetair beleid	Rente eurozone lang laag	Centrale banken bewust te laat	Nieuw hoofdstuk monetair experiment
Fiscaal beleid	Drukkend effect economische groei neemt af	Meevallende opbrengsten geven ruimte	Geen ruimte om te stimuleren
Macro-economische verrassing	Meevallende groei in periferie Europa. Herstel consumptie en investeringen	Groei ontwikkelde landen komt veel hoger uit en de westerse consument verrast in positieve zin	Monetair experiment leidt niet tot economisch herstel, draagvlak euro in noorden verdwijnt
Swaprente 10jr (nu circa 0,95 %)	1,3%	3,0%	0,5%
Rentecurve	Versteiling (vervlakking in de VS)	Forse versteiling	Vervlakking
Inflatie Europa	Beneden 2%	2,5% - 3%	<1%
FINANCIËLE MARKTEN			
Risicoaversie	=	↓	↑
Kredietopslagen	↓	↓	↑
Koers-winstverhoudingen	↑	=	↓
Winstgroei per aandeel	=	↑	↓
Volatiliteit	=	↑	↑
Best presterende belegging	Aandelen	Aandelen	AAA-Staatsobligaties
Slechtst presterende belegging	Goud	AAA-Staatsobligaties	Aandelen
Beste regio	Europa, Japan	EM, Pacific	VS
Slechtste regio	VS	VS	EM
Valuta (euro/dollar)	= (\$1,05 12m)	↑	↓
Grondstoffen	=	↑	↓

Vluchtelingencrisis

Uitdaging met politieke risico's

De vluchtelingencrisis komt prominent naar voren in de media, maar heeft veel minder aandacht gekregen in de financieel-economische pers. Op korte termijn hoeft het voor de Europese economie ook geen versturende factor te zijn. Op langere termijn kan het zelfs kansen bieden: vergrijzende economieën als die van Duitsland kunnen immers jonge toetreders verwelkomen. Er zijn echter ook risico's verbonden aan de stroom mensen die hun toevlucht zoeken in Europa. Het kan gevolgen hebben voor de veiligheid in de regio en daarnaast vergroot het de onzekerheid omtrent de uitkomst van verkiezingen en referenda.

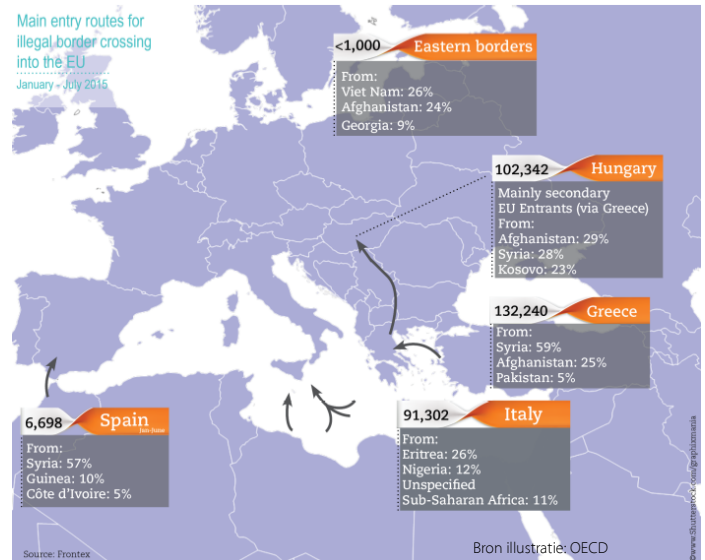
Instroom verzesvoudigd

Bijna vijf jaar na het uitbreken van de burgeroorlog in Syrië komen de vluchtelingen massaal in beweging richting Europa, nadat de kampen in de buurlanden Libanon, Jordanië en Turkije overvol geraakten. Ook uit Eritrea komen er grote aantallen vluchtelingen, bovenop de bestaande asielszoekersstroom uit Irak en Afghanistan en de substantiële aantallen asielszoekers uit Servië en Kosovo. Duitsland is de favoriete bestemming onder de migranten: dat land verwacht er dit jaar een miljoen. Dat is het zesvoudige van de instroom van vorig jaar en meer dan drie keer zo veel als begin dit jaar werd aangenomen.

Kosten: 0,25% BBP

De invloed op het huishoudboekje van de overheid is daardoor aanzienlijk. Schattingen lopen uiteen van € 8.000 tot € 12.000 per asielszoeker. Het gaat dan om levensmiddelen, huisvesting en andere eerste levensbehoeften plus de basale kosten voor integratie, zoals taalcursussen. In het geval van Duitsland betekent de instroom van asielszoekers een toename van de bevolking van 1,3% en de hiermee gemoede kosten zijn circa 0,25% van het BBP. Toch is het moeilijk om een exacte berekening te maken van de economische consequenties. Duitsland heeft een overschot op de begroting en de uitgaven die uit hoofde van de vluchtelingen worden gedaan, zullen wel

een impuls voor de economie zijn. Voor landen die meer moeite hebben om zich aan de begrotingstekortregels te houden, lees Frankrijk en Italië, is het gevaar groter dat het andere bestedingen in de weg komt te zitten, al zal de EU begrotingsoverschrijdingen door deze humanitaire crisis ongetwijfeld met een andere bril bezien, zodat compenserende bezuinigingen mogelijk kunnen uitblijven.



Opbrengst meer onzeker

Over de impact van migranten op een economie zijn meerdere studies verschenen en die hebben niet bepaald gelijklopende uitkomsten. Over het algemeen blijkt wel dat de impact van de vluchtelingen niet enorm groot is, tenzij de aantallen immigranten de hoofdmoot vormen van de bevolkingsgroei, zoals bijvoorbeeld in Singapore. Als de migranten vooral ouderen betreffen, is de bijdrage vaak licht negatief, omdat de ouderen relatief minder belasting betalen en meer gebruik maken van voorzieningen als pensioen en gezondheidszorg. In de VS zorgen de immigranten voor een duidelijke bijdrage aan de economische groei. De VS trekt veel Latijns Amerikaanse jongeren aan op zoek naar The American Dream, die na eerst als illegaal in het land te hebben gewerkt, later via een generaal pardon aan het felbegeerde paspoort van de VS geraken. Een dergelijke dynamiek biedt de economie aanzienlijk meer opwaarts potentieel en heeft nauwelijks neerwaartse risico's.

Aan het werk

In eerste instantie zullen de migranten vaak niet aan een werkvergunning kunnen komen. Menigeen zal terug moeten naar een kamp in bijvoorbeeld Turkije als zijn asielaanvraag is afgewezen. Slechts een deel kan hier wel een nieuw bestaan

opbouwen. De vraag is hoe groot dat deel zal zijn. Over de periode 2010-2014 lag het percentage goedgekeurde aanvragen voor de EU op 24% en nog een stuk lager voor Duitsland (19%) en Frankrijk (15%). De vraag is of zij nog steeds zo veel aanvragen kunnen afwijzen en niet vaker met hun hand over het hart gaan strijken zoals dat in Nederland gebeurt, waar in dezelfde jaren 48% van de asielaanvragen werd gehonoreerd. Zorgdragen dat de asielzoekers aan het werk geraken, is de grootste uitdaging. Waar in de VS de werkloosheid onder immigranten veel lager is dan onder autochtonen, is dat in een land als Zweden het tegenovergestelde, terwijl dat land juist heel veel vluchtelingen opneemt.

De gemiddelde asielzoeker uit Syrië heeft eens zo veel opleiding genoten als de asielzoeker uit Eritrea, maar dat is nog altijd vele jaren minder dan de gemiddelde Duitser. De instroom kan een positieve invloed hebben op de economie als allerlei arbeidsintensieve taken tegen scherpere tarieven kunnen worden gedaan. Aan de andere kant is er ook het gevaar dat een flink deel van de asielzoekers werkloos blijft omdat zij niet in staat zijn de concurrentie op de arbeidsmarkt aan te gaan. Oplossingen kunnen gelegen zijn in loonsverlaging, uitbreiding van arbeidsintensieve sectoren en in de adoptie van technologie die geschikt is om met migranten te verrichten.

Lewis turning point

Toch lost het misschien een probleem op. Duitsland heeft te maken met een sterk vergrijzende bevolking. De vrees bestond dat de beroepsbevolking al vanaf 2017 zou gaan afnemen, maar dat moment wordt nu voor onbepaalde tijd uitgesteld.

Duitsland passeerde enkele jaren geleden wat economen het Lewis turning point noemen, waarbij de toestroom van nieuwe arbeid opdroogt en lonen sterk beginnen te stijgen, zonder dat de productiviteit dat kan bijhouden. In 2005 wist het land dat intern op te lossen met de zogeheten Harz-hervormingen. Dat leidde tot een grotere arbeidsparticipatie, vooral ook onder vrouwen. Nu staat het land voor een vergelijkbare uitdaging: ervoor zorgen dat de nieuwe toetreders in de economie snel en succesvol kunnen participeren. Als de nieuwkomers net zo productief worden als de Duitsers nu, zou dat een impuls van 2,5% voor de economie kunnen inhouden.

Politieke risico's

De forse stijging van de instroom van asielzoekers leidt al gauw tot lokale spanningen als kleine gemeenschappen met grote asielzoekerscentra worden geconfronteerd. Als daar groot-scheepse onvrede over ontstaat, kan dat een markante invloed hebben op verkiezingsuitslagen. Als dit een serieus thema wordt, kan dat bepalend zijn voor de uitkomst van bijvoorbeeld de Franse presidentsverkiezingen in 2017. Ook een referendum als over de vraag of Groot-Brittannië in de EU moet blijven, de Brexit, kan hierdoor sterk worden beïnvloed. Dat zijn significante risico's voor de financiële markten.

In aanloop daarnaartoe zullen politici met de vox populi rekening houden in hun beleid. Omdat de vluchtelingenstroom een duidelijk signaal is dat de veiligheidssituatie in het Midden-Oosten verder in het gedrang is gekomen, neemt de kans ook toe dat de gewapende conflicten aldaar nog verder escaleren. Zelfs als er alleen luchtaanvallen plaatsvinden, kan dit tot meer onrust leiden en tot nog grotere vluchtelingenstromen.

Bovendien kunnen er negatieve implicaties zijn van het intensiveren van grenscontroles. Dit raakt niet alleen het vrije verkeer van mensen, maar ook zou het de transactiekosten aanzienlijk verhogen en de intra-Europese handel aantasten. De totale bijdrage van het Schengen-akkoord is berekend op € 3,5 tot € 5,75 miljard op jaarbasis en als dat zou wegvallen zou dat een gevoelige aderslating zijn voor de Europese economie. Bovendien is het een sterk zichtbare test van het succes van de Europese eenwording, zodat het wegstrepen daarvan ook echt als een stap terug zou moeten worden ervaren.

Eens te meer blijkt dat demografische trends moeilijker te voorspellen zijn dan vaak wordt gedacht. Inschatten wat de toestroom zou worden, bleek dit jaar heel moeilijk en dat geeft aan dat langjarige prognoses met een grote schep zout moeten worden genomen. Het is voorstelbaar dat meer migranten hun heil in Europa gaan zoeken als ze zien dat hun kansen op een beter leven daar zoveel groter zijn. De financiële risico's van de massale instroom zijn best te overzien en daar staan zelfs kansen tegenover, maar het gevaar voor de markten schuilt meer in de politieke risico's. Als het de samenleving inderdaad zou ontwrichten en er steeds meer barrières worden opgeworpen, zouden de consequenties aanzienlijk kunnen zijn.

Economie

Groeiversnelling blijft uit

2015 wordt wederom niet het jaar van de groeiversnelling. Na jaren waarin de Europese schuldencrisis de wereldeconomie belemmerde, is het nu de beurt aan de opkomende markten. Die maken momenteel een moeilijke periode door, vanwege de fors gedaalde grondstoffenprijzen en de recente kapitaalvlucht. De ontwikkelde economieën profiteren wel van de lagere grondstofprijzen en die doen het dan ook beter dan vorig jaar. Per saldo verhindert dat niet dat dit jaar de groei van de wereldeconomie vertraagt.

Groei opkomende markten valt tegen

Aan het begin van het jaar was de verwachting in de markt breed gedragen dat in 2015 de groei van de wereldeconomie zou versnellen. Maar van China tot de VS staat de groei onder druk. Veel heeft te maken met de situatie in China. Dat land maakt een belangrijke transitie door, waardoor oude groeimotoren haperen. Zoals de economische activiteit in de zware industrie. De recessie in de Chinese industrie is voelbaar in tal van opkomende markten die jarenlang wisten te profiteren van de stijgende vraag naar grondstoffen, maar nu kampen met overcapaciteit. Die afhankelijkheid van de Chinese industrie toont nu haar keerzijde, en dat op een moment dat de Amerikaanse centrale bank zich beraadt op een renteverhoging. De munten van grondstofproducerende landen zijn dan ook hard in waarde gedaald, doordat internationale beleggers hun kapitaal terugtrekken met hogere rentes voor overheden en het bedrijfsleven tot gevolg. De gemiddelde groei voor de opkomende markten valt hierdoor dit en volgend jaar lager uit, dan eerder werd verwacht.

Groei versnelt in de ontwikkelde economieën

Ook de ontwikkelde economieën hebben last van de groeivertraging in opkomende markten. Maar tegelijkertijd profiteren de grondstofconsumerende landen juist van de lagere grondstoffenprijzen. Naast sommige Aziatische landen,

China en India, zijn deze landen met name te vinden in de ontwikkelde economieën. Vooral Europa en Japan profiteren hiervan. Het herstel van de kredietverlening in Europa en een goedkope munt in zowel de eurozone als Japan helpen hierbij. Voor de VS is de invloed van de lagere olieprijs niet meteen positief. Want hoewel de consumptie in de VS de grootste bijdrage levert aan de economie, is in de afgelopen jaren de bijdrage van oliegerelateerde activiteiten aan de Amerikaanse economie groot geweest. Dit is niet langer het geval. De lagere olieprijs zorgt voor druk op de bedrijfsinvesteringen en dat drukt momenteel de economische groei. Bij een stabiele olieprijs zijn de vooruitzichten voor de Amerikaanse economie in 2016 beter, omdat een lagere olieprijs in de VS uiteindelijk een positief effect heeft. Naast bovengenoemde ontwikkelingen spelen in de ontwikkelde economieën structurele factoren als de hoge schulden – die een lange periode van schuldafbouw vergen – de vergrijzing en lagere productiviteitsgroei, die de groei nog lange tijd zullen temperen.

Lagere grondstofprijzen en kapitaalvlucht drukken groei opkomende markten

Basis voor groeiversnelling

Er is momenteel weinig oog voor positieve ontwikkelingen in de wereldeconomie. De opkomende markten maken weliswaar een groeivertraging door, maar de potentiële groei is nog altijd behoorlijk. De situatie voor de middenklasse is in de afgelopen jaren veel beter geworden, en dit proces zal nog lange tijd voortduren. Bovendien verhogen de moeilijke economische omstandigheden ook de noodzaak tot hervormingen. Van Brazilië tot aan China krijgen hervormingen steeds vaker een hogere prioriteit. Dit zal helpen het groeipotentieel op langere termijn te ontketenen. In de ontwikkelde economieën helpen in de komende tijd de lage rentes, de lage inflatiedruk, de afgenomen focus op bezuinigingen en het herstel van de kredietverlening de binnenlandse bestedingen. De basis voor een groeiversnelling is dan ook zeker niet verdwenen, maar door tijdelijke factoren weer naar achteren geschoven.

Liquiditeit

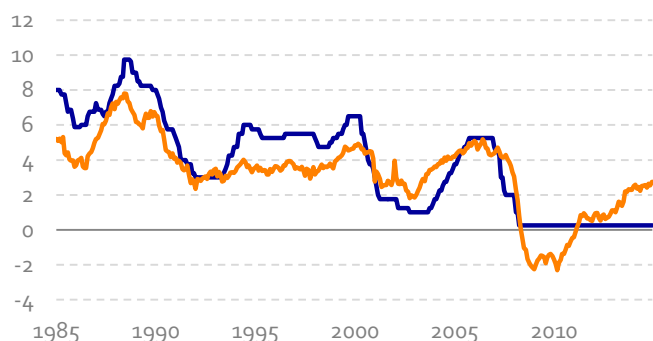
Van ruim naar nog altijd ruim

Er is in de afgelopen weken veel aandacht geweest voor de mogelijke renteverhoging door de Fed en de implicaties daarvan voor de jarenlange bull market in aandelen. Die verhoging is voorlopig naar later dit jaar verschoven. Maar het moment van verhoging is irrelevant. Het gaat om het rentepad erna, en dat zal heel geleidelijk verlopen. De ECB, de BoJ en nu ook de PBoC zullen naar verwachting juist meer stimuleren. Er zullen dan ook genoeg liquiditeiten als brandstof voorhanden zijn voor een voortzetting van de bull market in aandelen.

Ogen op Fed en China

Een mogelijke renteverhoging door de Fed is naar december geschoven. Een verhoging in oktober lijkt onwaarschijnlijk, gezien het laatste banenrapport. Dat stelde op meerdere vlakken teleur. Het slechte banenrapport over september zal bij herhaling een streep zetten door een renteverhoging in 2015, zeker als dat gepaard blijft gaan met een kwakkelende Chinese economie waarop de Chinese aurotieten steeds minder grip lijken te hebben. Met die onzekerheid durft de Fed simpelweg geen renteverhoging aan.

Figuur 7: Taylor rule (oranje) en beleidsrente Fed (blauw)



Veel hangt echter af van de situatie op de financiële markten en in het bijzonder de Chinese economie in de komende maanden. Want aan de Amerikaanse economie ligt het niet echt. Die kan al geruime tijd een renteverhoging aan, dat blijkt uit een renteschatting die gebaseerd is op inflatie en de onbenutte

productiecapaciteit (Taylor rule, figuur 7). De timing ervan is nu even onzeker, maar het signaal zal komen van de markt. Als in de komende tijd de bedrijfscijfers uitwijzen dat de impact van China meevalt en de activiteit op de arbeidsmarkt niet terugvalt, is december een goed moment. Anders heeft de Fed een geloofwaardigheidsprobleem, wat de onzekerheid in de markt alleen maar zal vergroten. Het moment van verhoging is eigenlijk irrelevant. Het gaat om het rentepad erna, en dat zal heel geleidelijk verlopen. De verhoging zal juist duidelijkheid verschaffen en opluchting brengen voor de opkomende markten.

Ruim...blijft ruim

Betekent een renteverhoging, en daardoor een sterke dollar, een verkrapping van het monetaire beleid in de wereld? Hoewel een sterkere dollar voor veel landen als een verkrapping wordt ervaren, moet het beleid van de andere centrale banken in de wereld niet onderschat worden. De ECB heeft in zoveel bewoordingen gezegd dat een verruiming van het huidige opkoopprogramma zal volgen. Dat betekent een verdere versoepeling van de kredietcondities voor de eurozone, en daarmee voor een groot deel van de wereldeconomie. Ook de BoJ kan een stap verder gaan

Beleid van de andere centrale banken in de wereld moet niet onderschat worden

dan het huidige tempo van de maandelijkse aankopen. En heel belangrijk, de Chinese centrale bank, de PBoC, zal in de komende maanden de monetaire teugels verder laten vieren. Zowel de beleidsrente als de reserveratio, in combinatie met een lage inflatiedruk, biedt daar ruimte voor. Die waren tot en met de eerste helft van vorig jaar juist telkens verhoogd om de kredietverlening aan de inefficiënte staatsbedrijven een halt toe te roepen. Nu de activiteit in de industrie op een lager tempo staat en de economische groei vertraagt, kan de rente worden verlaagd. Sinds november vorig jaar is het beleid ook omgeslagen van verkrappend naar verruimend. Die cyclus is nog niet voorbij. Het verruimende beleid van centrale bankiers heeft sinds de crisis een belangrijke rol gespeeld in het herstel van de economie en de stijging van de aandelenkoersen. Dat zal in de komende tijd niet anders zijn.

Waardering

Historisch grote verschillen

Waardering is een belangrijke voorspeller van rendement op middellange termijn, maar vaak onbruikbaar bij voorspellingen op kortere termijn. Het waarderingsverschil tussen aandelen en obligaties is nog altijd groot. Binnen de aandelen categorie zijn de verschillen minder groot dan bij obligaties.

Aandelen

In de tabel hierna is de koers/winstverhouding (k/w) van verschillende aandelenmarkten afgezet tegen de eigen historie op maandbasis. De omvang van die historie kan verschillen, omdat niet overal evenveel data beschikbaar zijn. Naast de k/w is ook weergegeven in welk percentiel de laatst gemeten waardering nu zit. De duurste maand zit in het hoogste percentiel (1%). Wat opvalt is dat aandelen in historisch opzicht relatief goedkoop zijn. Elke regio zit beneden de 50%. Een koers/winstverhouding bestaat echter uit twee onderdelen: de koers en de winst op dit moment.

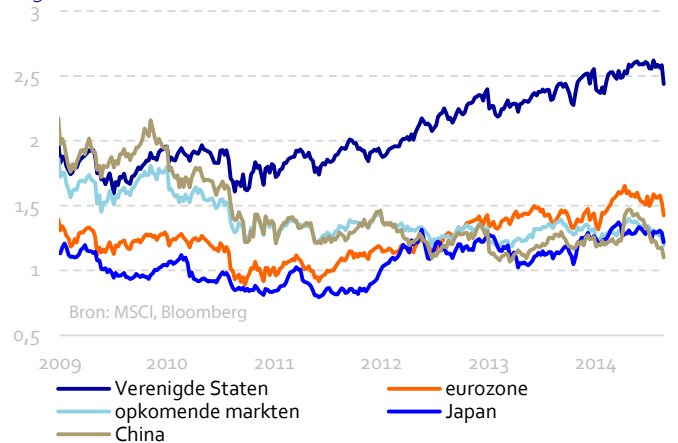
Aandelen	Huidig	Percentiel	Goedkoop	Duur
• Noord-Amerika	17,2	64%		
• Europa	15,0	69%		
• DAX	12,7	77%		
• EM	11,2	94%		
• China	9,3	82%		
• Frontiers	9,9	73%		
• Pacific	14,2	77%		
• Japan	13,8	84%		

Bron: Thomson Reuters Datastream, Bloomberg

In de Verenigde Staten zijn de winstmarges in historisch opzicht erg hoog en dit drukt de k/w. Als men ervan uitgaat dat die winstmarges houdbaar zijn, dan valt het met de waardering wel mee. Het risico bestaat echter dat een sterkere dollar, hogere rente en hogere lonen ten koste gaan van die winstmarges. Hoewel daar dan ook weer positieve bestedingseffecten tegenover staan, is onze inschatting dat het winstverbeteringspotentieel buiten de Verenigde Staten veel groter is. Als de koers gerelateerd wordt aan de boekwaarde,

dan wordt de waardering geschoond voor het marge-effect. Dan blijken aandelen in de Verenigde Staten opeens twee keer zo duur als aandelen daarbuiten. Overigens mag men ook bij het begrip boekwaarde de nodige kanttekeningen zetten, omdat de interpretatie daarvan in de loop der tijd nogal is opgerekt. Uiteindelijk gaat het om de kasstromen die de belegger mag ontvangen. Dan speelt dus niet zozeer de waardering, maar vooral ook de toekomstige winstgevendheid een belangrijke rol.

Figuur 9: Koers/boekwaarde



Obligaties

Bij obligaties zijn de kasstromen veel makkelijker vast te stellen. In historisch opzicht zijn vooral staatsobligaties erg duur als gekeken wordt naar het absolute renteniveau. Alleen inflatie is in historisch opzicht goedkoop, wat een rol speelt bij onze nadruk op inflatie-linked leningen. Opvallend is verder dat ondanks de historisch lage rente de kredietopslagen in historisch opzicht juist relatief hoog zijn. Vanuit waarderingsoogpunt zijn deze leningen dus relatief goedkoop.

Obligaties	Huidig	Percentiel	Goedkoop	Duur
• Duitsland 10j reëel	-0,35%	5%		
• VS 10 j reëel	0,38%	12%		
• Bedrijfsobligaties	1,27%	61%		
• BBB	1,61%	70%		
• Euro HY	4,11%	45%		
• US HY	5,36%	60%		
• Emerging Debt	4,17%	64%		
• Inflatie (5y5y)	1,68%	96%		

Bron: Thomson Reuters Datastream, Bloomberg

Assetmix

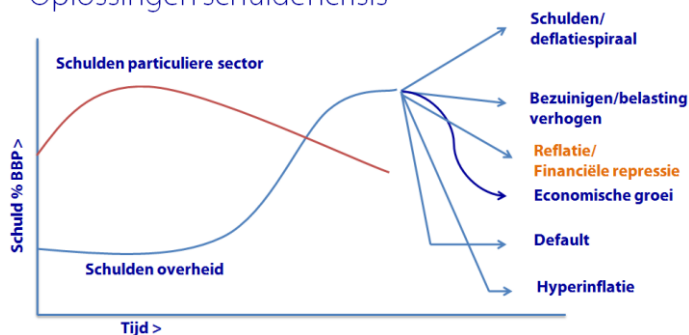
Reflatie

Naast relatief grote waardingsverschillen tussen aandelen en obligaties vormt het reflatiebeleid van centrale bankiers een belangrijk onderdeel van onze onderbouwing om aandelen te overwegen. Reflatieperiodes kunnen lang aanhouden en bleken in het verleden lucratief voor aandelenbeleggers, daar waar obligatiebeleggers juist koopkracht inleverden.

Reflatie basis voor overweging aandelen

Voor het eerst in jaren ligt zowel in de Verenigde Staten, de eurozone als in Japan de korte en de lange rente beneden de nominale (reëel plus inflatie) groeivoet van de economie. Als er langere tijd sprake is van een dergelijke beweging dan spreken we van reflatie. Reflatie is een beproefd middel om een schuldenprobleem aan te pakken en kan vaak vele jaren, zelfs decennia, aanhouden. De laatste reflatieperiode liep vanaf het einde van de Tweede Wereldoorlog tot aan de jaren zeventig.

Oplossingen schuldencrisis



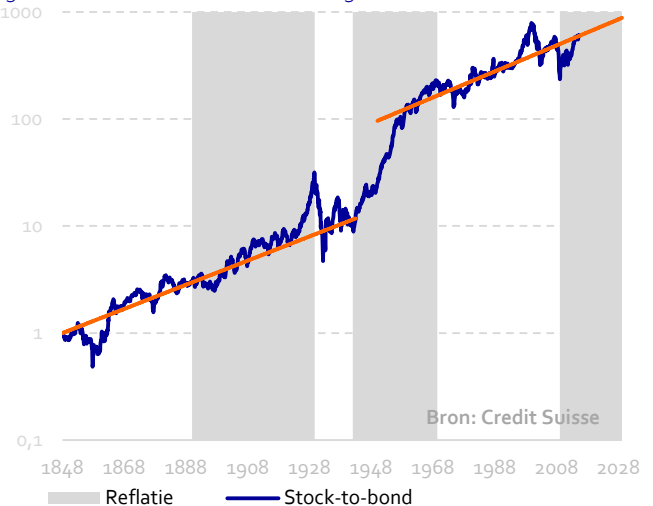
Tijdens een reflatieperiode worden spaarders en obligatiehouders benadeeld omdat de rente laag wordt gehouden. Dergelijke periodes zijn echter bijzonder gunstig voor risicovolle beleggingen zoals aandelen. Naast de drie hiervoor genoemde centrale banken is het mogelijk dat op korte termijn ook China zich bij dit rijtje voegt. Daar is nog voldoende potentieel voor verdere renteverlagingen en voor kwantitatieve verruiming. Men kan uiteraard stellen dat de prijsvorming op de financiële markten gemanipuleerd wordt door centrale banken, maar het effect van deze manipulatie is voor de belegger veel positiever dan voor de spaarder.

Stock-to-bond-ratio

Op lange termijn kan een beter rendement met aandelen worden behaald dan met obligaties. Er zijn echter periodes dat obligaties beter renderen dan aandelen. Figuur 12 is het cumulatieve rendement op aandelen gedeeld door het cumulatieve rendement op obligaties. Vanwege de beschikbaarheid van historische data zijn daarvoor Amerikaanse gegevens genomen. Stijgt de lijn, dan presteren aandelen beter dan obligaties en daalt de lijn, dan presteren obligaties relatief beter. De grijze balken zijn reflatieperiodes. De eerste is de reflatieperiode aan het einde van de tweede industriële revolutie tot aan de crash van 1929. De tweede reflatieperiode start na de Tweede Wereldoorlog en loopt (geholpen door de forse inflatie van de jaren zeventig) tot begin jaren tachtig. De meest recente reflatieperiode is in het geval van de Verenigde Staten gestart in 2009. Een groot deel van historische outperformance van aandelen in deze grafiek is bereikt gedurende reflatieperiodes.

Het is bovendien heel normaal dat de stock-to-bond-ratio zich enkele jaren beweegt boven de trendlijn. Zover is het echter nog niet. In het geval van de Verenigde Staten is de trendlijn nog maar net bereikt, maar daarbuiten is er nog voldoende ruimte. Bovendien houden reflatieperiodes lang aan. De overdracht van schuldeiser naar schuldenaar, van rijk naar arm, van oud naar jong en binnen de eurozone van noord naar zuid door middel van financiële repressie heeft immers tijd nodig om te slagen. Die tijd wordt bepaald door de omvang van het schuldenprobleem. Het reflatiebeleid kan dus nog decennia aanhouden.

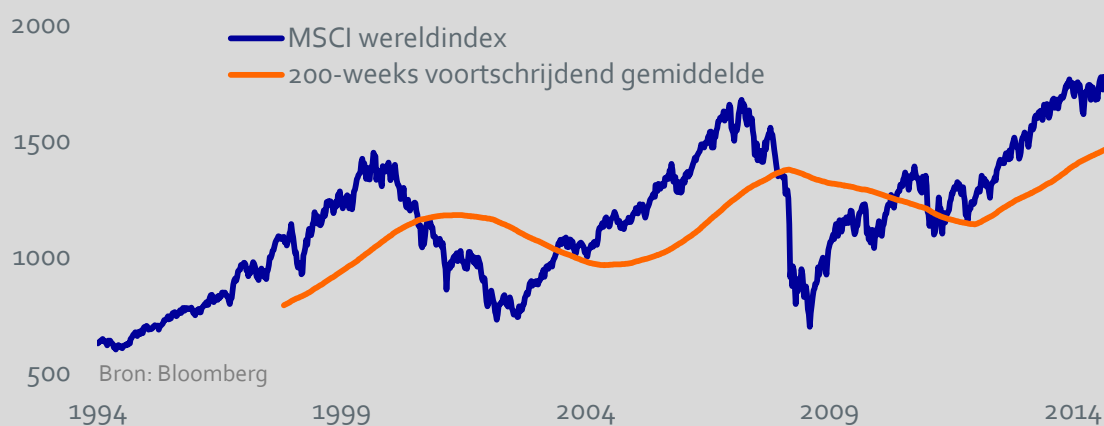
Figuur 12: Stock-to-bond-ratio Verenigde Staten



Twee soorten correcties

Er zijn twee typen correcties. De eerste is een zogenaamde bull-market-correctie, een correctie die normaal gesproken beperkt blijft tot een procent of tien in de wereldindex en die meer moet worden gezien als een moment om stoom af te blazen. De markt is dan wat te ver vooruit gelopen op al het goede nieuws waarna het tijd is voor een pas op de plaats. Zo'n soort correctie wordt gedreven door sentimenten, niet door fundamentele factoren. Normaal gesproken vluchten beleggers tijdens een correctie in de reservevaluta (de Amerikaanse dollar) en dat mitigeert vanuit Europees perspectief de koersdaling. Dat was helaas dit keer niet het geval en daarmee werd het tien procentniveau doorbroken. De Amerikaanse dollar verzwakte juist, omdat door de correctie de kans is toegenomen dat de Fed binnenkort niet de rente zal verhogen. Ons advies is, om niet te proberen dergelijke bull-market-correcties te 'timen' door bijvoorbeeld tijdelijk uit de markt te stappen. Het probleem begint al dat men twee keer goed moet timen, eerst er uit, maar daarna er ook weer in. Het is zeer onwaarschijnlijk dat men op de top uitstapt en op de bodem weer instapt, maar zelfs dan moet men twee keer kosten maken. Het risico is dat men de herstelfase mist. De fundamentele factoren zijn immers niet gewijzigd. Beleggers doen er goed aan, om te leren van de fouten van beleggers uit het verleden en dienen zich te realiseren dat het rendement twee grote vijanden heeft: kosten en markt-timing. Het is in de afgelopen jaren gebleken dat de kosten fors omlaag konden. Minder makkelijk is het om in tijden van stress vast te houden aan het principe dat een beleggingshorizon langer is dan een week. Het grote gevaar is dat men toegeeft aan de schijnbaar onvermijdelijke drang om iets te doen, bijvoorbeeld door te verkopen op de bodem.

Figuur 13: MSCI wereldindex



Het tweede type correctie is een bear-market-correctie, typisch een correctie van meer dan 20% die ook veel meer tijd in beslag neemt en vaak gepaard gaat met een (winst)recessie. In de grafiek begint een bear-market ongeveer op het moment wanneer de oranje lijn neerwaarts wordt doorbroken. Daar waar na een bull-market-correctie vaak een V-vormig herstel volgt, kan een bear-market langere tijd aanhouden. Verschil tussen de twee correcties is de vraag of er wat is gewijzigd in de onderliggende fundamentele factoren. Aangezien markten zelf een belangrijke leidende indicator zijn, is het belangrijk om goed op te letten of er wat gewijzigd is in deze factoren.

Aandelen Core

Indexbeleggen

De introductie van ETFs en indexfondsen heeft grote invloed gehad op professionele actieve vermogensbeheerders. Het is een verstorende innovatie (disruptive innovation) die er niet alleen voor heeft gezorgd dat de kosten fors zijn gedaald, maar waardoor bestaande partijen zich ook moeten aanpassen.

Verborgene risico's van indexbeleggen

Markten kunnen alleen efficiënt zijn als er genoeg mensen zijn die denken dat dit niet zo is. Deze mensen blijven handelen tot het moment dat er een evenwichtsprijs ontstaat. Indexbeleggers gaan ervan uit dat de prijs altijd juist is. Daarmee profiteren indexbeleggers van het gedrag van actieve beleggers. Feitelijk zijn het 'free riders'. Daarmee gaan indexbeleggers er wel van uit dat de markt altijd gelijk heeft. Het probleem is echter dat indexbeleggers ook volop meedoen in overdrijvingsfases, zowel naar boven als naar beneden. In de jaren zeventig werd het gewicht van de sector energie steeds groter, maar na de piek in 1980 volgden enkele jaren van sterk negatieve rendementen. Eind jaren negentig gold hetzelfde voor de IT-sector en meer recent de financiële sector (tabel 2).

Tabel 2: Verborgene risico's van het volgen van een index

Sector	Gewicht S&P 500	Rendement twee jaar later
1980 Energie	27%	-51,1%
1999 IT	29,2%	-56,2%
2006 Financieel	22,3%	-63,6%

Spreiding is een bescherming tegen onwetendheid

Indexbeleggers zijn optimaal gespreid en hoeven vrijwel geen transacties te doen om de markt te volgen. Volgens de tekstboekjes zorgt een goede spreiding ervoor dat de risico's kleiner worden. Men is immers minder afhankelijk van de fluctuaties bij een bedrijf. Spreiding geeft als het ware een

veiligheidsmarge voor tegenvallers. Door spreiding nemen de kansen op een ten opzichte van de markt meevallend, maar ook een tegenvallend, rendement af. Tegelijkertijd accepteren gespreide beleggers ook alle risico's die zich in de toekomst voor zullen doen. Zo bezien zorgt spreiding juist voor meer risico en niet voor minder risico.

Volgens Warren Buffett biedt spreiding dan ook vooral bescherming tegen onwetendheid waarvoor in zijn ogen die veiligheidsmarge

moet worden opgeofferd. Buffett gelooft in geconcentreerde actieve portefeuilles waarin grote kennis van het bedrijf bij de investeerder zorgt voor de vereiste veiligheidsmarge, zonder dat daarvoor rendement hoeft te worden opgeofferd.

Een derde deel van de portefeuille in de index

Diezelfde Warren Buffett geeft ook aan dat veel particuliere beleggers beter af zouden zijn met een gespreide indexbelegging. Het doel van niet-professionele beleggers moet niet zijn om de winnaars te selecteren, maar om een doorsnede van bedrijven in portefeuille te hebben die bij elkaar op lange termijn goed presteren. Een indexbelegging is een manier om dit te realiseren. Als professionele belegger moet Buffett niets van spreiding hebben, maar niet-professionele beleggers adviseert hij juist om te spreiden. Professionele beleggers zijn echter vaak ook verkapte indexbeleggers en dat komt door een risico dat bij die beleggers nog groter is dan het marktrisico en dat is het carrièrerisico. Het nadeel van geconcentreerde portefeuilles is namelijk dat ze langere tijd in negatieve zin kunnen afwijken van het marktrendement. Vaak langer dan de klant of hun baas toestaat. Deze professionele beleggers zijn dus op zoek naar het marktrendement en niet naar een individueel rendement. Maar wie zich comfortabel in het maaiveld verstoppt, doet niet alleen zichzelf tekort, maar ook zijn klanten. Men rekent immers wel te hoge kosten voor dit indexgedrag. Vooralsnog vinden wij het verantwoord om een derde deel van de portefeuille aan te houden in breed gespreide indexbeleggen. Maar dan wel tegen lage kosten.

Spreiding is een bescherming tegen onwetendheid

Aandelen Factor

Evolutie, geen revolutie

Dankzij de toegenomen rekenkracht van computers en de steeds lagere handelskosten is het nu mogelijk om te beleggen in een index die niet is samengesteld op basis van marktkapitalisatie, maar op basis van andere factoren.

Onderscheid passief/actief

In de afgelopen jaren hebben we een onderscheid gemaakt tussen passieve indexbeleggingen en actieve beleggingen. Die laatste categorie wijkt per definitie af van de naar marktkapitalisatie gewogen index. Passieve beleggingen waren onderdeel van de kern (Core) van de portefeuille met daaromheen verschillende actieve satellieten. De kern van de portefeuille heeft als doel om tegen zo laag mogelijke kosten het indexrendement (de zogenaamde beta) te repliceren, terwijl met de satellieten wordt beoogd om een hoger rendement te behalen dan de index (alfa). Per markt werd bekeken of een passieve of een actieve belegging de beste oplossing was voor de portefeuille.

Factorbeleggen

In plaats van een automatische voorkeur voor bedrijven met een grote marktkapitalisatie, kan men in die index ook de voorkeur geven aan kleinere bedrijven. In plaats van de nadruk op dure bedrijven kan de nadruk ook liggen op goedkope bedrijven. Deze inzichten zijn niet nieuw. In de afgelopen decennia zijn er vijf factoren gevonden waarmee op lange termijn een structureel beter rendement kon worden behaald dan met de index.



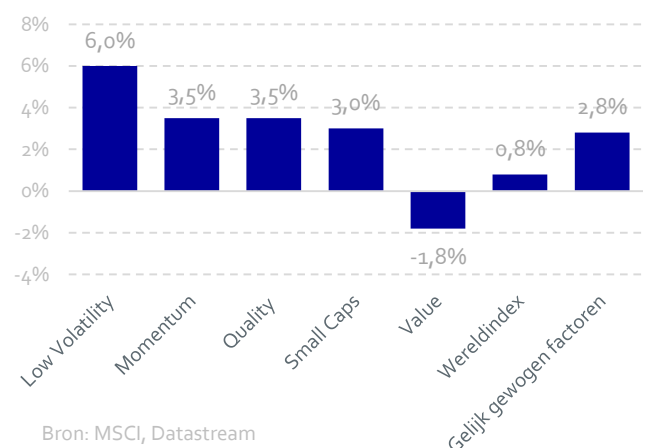
Dit zijn omvang, waarde, momentum, kwaliteit en laag risico (Lage Volatilititeit). Deze vijf factorpremies zijn feitelijk risicopremies die een langetermijnbelegger kan incasseren waardoor een hoger, ook voor risico gecorrigeerd, rendement kan worden behaald. Desondanks kan het rendement op een bepaalde factor langere tijd achterblijven bij het marktgemiddelde, waarmee deels het bestaan van deze premies kan worden verklaard. Door de vijf genoemde factoren te combineren, kan ervoor gezorgd worden dat die periodes in totaliteit korter worden, vandaar onze voorkeur voor een multi-factor-oplossing. In de afgelopen twee jaar is er al een geleidelijke verschuiving geweest van Core-Satellite naar Core-Factor-Satellite en die wordt met de beschikbaarheid van nieuwe multi-factor-oplossingen meer concreet. De verschuiving van Core-Satellite naar Core-Factor-Satellite is een evolutie en geen revolutie.

De verschuiving van Core-Satellite naar Core-Factor-Satellite is een evolutie en geen revolutie.

Core-Factor-Satellite en regioverdeling

De nieuwe driedeling Core-Factor-Satellite heeft geen andere regioverdeling tot gevolg. Wel spitst de actieve regio-alloactie zich voortaan toe op het satellietendeel en niet langer op het Core-Factor-deel van de portefeuille. In de Core wordt de regioverdeling bepaald door de marktkapitalisatie en deze is daardoor gelijk aan de regioverdeling in de index. In het factordeel bepalen de factoren de regioverdeling. Eventuele regio-accenten worden gezet in de satellieten.

Figuur 15: Resultaten factorbeleggen 2015 (tot 30/9)



Bron: MSCI, Datastream

Europa

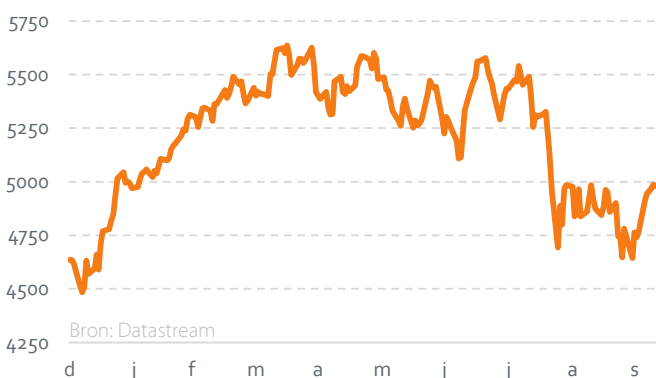
Bestendig herstel in de maak

De economie van de eurozone houdt zich gezien de situatie in China en de andere opkomende markten goed. De groei lijkt recent wat te vertragen, maar dat valt in het licht van de recente onrust op de financiële markten heel erg mee. De consumptie, de investeringen en de buitenlandse vraag tonen een solide beeld van de economie. Geholpen door de lage rentes, de zwakke euro, lage grondstofprijzen en het herstel van de kredietverlening. Dit zijn aanjagers die in de komende tijd positief zullen uitwerken op Europese aandelen. In het bijzonder die van Duitse aandelen.

Groei stabiel

Europese aandelen hebben in het derde kwartaal hun indrukwekkende stijging van het eerste kwartaal geheel moeten prijsgeven. Eerst waren er de onzekerheden rondom Griekenland, die tot en met juli de koersontwikkeling onder druk zetten. Na het akkoord met Griekenland leken de eerdere toppen van dit jaar binnen handbereik. Tot het moment van de Chinese devaluatie op 11 augustus roet in het eten gooide (figuur 16).

Figuur 16: Europese aandelen in vrije val



Sindsdien zijn een groot aantal economische indicatoren gepubliceerd die een positief beeld schetsen van de staat van de Europese economie. Het producentenvertrouwen in zowel de diensten- als industriële sector houdt zich goed, de

detailhandelsverkoop laten een gunstige ontwikkeling zien, de kredietverlening neemt toe en het handelsoverschot bereikt nieuwe records. Bovenstaande ontwikkelingen zijn gunstig voor de omzet- en winstverwachting voor Europese bedrijven. Verder zijn de rentes voor consumenten en het bedrijfsleven laag. Een forse stijging op afzienbare termijn lijkt onwaarschijnlijk, daar de ECB in de komende tijd het opkoopprogramma gaat verhogen. Door de afkomende lange termijn inflatieverwachtingen – voor een groot deel door de daling van de grondstofprijzen – wil de ECB het zekere voor het onzekere nemen. En dat betekent een verdere daling van de verdisconteringsvoet voor aandelen uit de eurozone, of op zijn minst een verlenging van de lage verdisconteringsvoeten. En dat rechtvaardigt hogere waarderingen.

Duitse aandelen blijven kansrijk

Duitsland was de afgelopen maanden volop in het nieuws en ook daar stond geloofwaardigheid centraal. Merkel toonde leiderschap in de vluchtelingencrisis met als gevolg dat de grote aantallen vluchtelingen richting Duitsland trokken. Hoewel dit het Schengenverdrag op scherp zet en mogelijk kan zorgen voor politiek extremisme, zijn deze vluchtelingen economisch meer te zien

Duitse aandelen krijgen wind mee: meer QE, lage euro, lage grondstofprijzen en herstel van binnenlandse vraag

als een kans dan een risico. Het zorgt op korte termijn voor een bestedingsimpuls, iets wat juist in Duitsland kan en ook nodig is. Op lange termijn kunnen deze mensen mogelijk helpen bij het oplossen van het vergrijzingsprobleem en het dreigende tekort aan arbeidskrachten. Daarnaast was er de affaire Volkswagen die Duitsland als Exportweltmeister op korte termijn geen goed doet, maar die naar verwachting geen lange termijn impact zal hebben. Afgezien van deze twee recente ontwikkelingen zien we op het huidige niveau voldoende potentieel voor Duitse aandelen om een overweging te rechtvaardigen binnen het satellietendeel van de portefeuille: de zwakkere euro, lage rentelasten voor het Duitse bedrijfsleven, leiderschapsposities van bepaalde Duitse multinationals, lage grondstoffenprijzen, de aantrekkelijke Duitse economie en de aantrekkelijke waardering.

Japan

Sterk winstmomentum

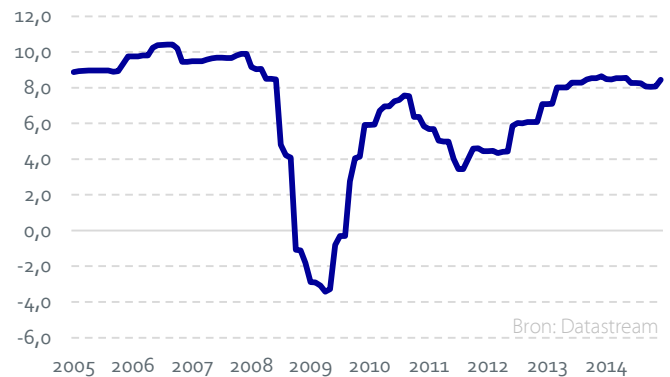
In de afgelopen jaren hebben Japanse bedrijven een opmerkelijke opleving van de winstgevendheid laten zien. En dat proces is nog niet voorbij. Want aandeelhouderswaarde staat nu nadrukkelijker op het netvlies van Japanse bedrijven. Samen met voortgaande hervormingen, een lagere vennootschapsbelasting, hoge kasposities, mogelijk meer stimuleringen van de BoJ, sterke winstgroei en de bescheiden waardering blijven Japanse aandelen aantrekkelijk.

Sterk herstel winstgevendheid

In de afgelopen jaren hebben Japanse beursgenoteerde bedrijven een opmerkelijke opleving van de winstgevendheid laten zien. Lange tijd was het rendement op het eigen vermogen laag. Er werd veel kas aangehouden en het belang van de aandeelhouder kwam niet per se op de eerste plaats. Daar is in de afgelopen tijd verandering ingekomen. Onderdeel van het hervormingsplan van premier Abe is de corporate governance van Japanse bedrijven verbeteren. Hierdoor staat de creatie van aandeelhouderswaarde prominenter op de agenda. Een index waarin alleen bedrijven met een goede corporate governance worden opgenomen, moet dit proces stimuleren. Dat het de Japanse bedrijven gelukt is om de winstgevendheid te verbeteren, ondanks de vele uitdagingen van de Japanse economie, blijkt ook wel uit de ontwikkeling van het rendement op het eigen vermogen (figuur 17). De winstgevendheid zal naar verwachting in de komende maanden verder verbeteren. Factoren die zullen bijdragen aan een positieve winstontwikkeling (per aandeel) zijn o.a.:

- Een goedkopere yen
- Verbetering van de binnenlandse vraag
- Toename van buybacks
- Verlaging van de winstbelasting

Figuur 17: Sterk herstel van de winstgevendheid van Japanse bedrijven



Ruimte voor hogere waardering

Naast de positieve winstgevendheid voor Japanse bedrijven is de waardering van Japanse aandelen aantrekkelijk. De waardering is met 12,5 keer de verwachte winst lager dan de brede markt (14x), terwijl de verwachte winstgroei met 12% hoger is dan het gemiddelde voor de markt (8,3%). De waardering krijgt verder steun van het feit dat binnenlandse beleggers steeds meer in aandelen beleggen.

Bovendien zijn buitenlandse beleggers onderworpen in Japanse aandelen. In de afgelopen weken hebben ze (vooral hedgefondsen) veel Japanse aandelen verkocht. Wanneer de risicobereidheid weer toeneemt, zal deze vraag terugkeren met een positief effect op de waardering als gevolg. Ook het beleid van de BoJ ondersteunt de waardering. De BoJ koopt voor miljarden dollars per maand aan Japanse obligaties en dat programma kan verder opgeschroefd worden. Gezien de geringe inflatiedruk in Japan, behoort een verdere verruiming van het opkoopprogramma in een van de volgende meetings tot de mogelijkheden.

Waardering, buybacks, meer monetaire stimulering, goedkopere yen en potentiële toename van kopers pleiten voor Japanse aandelen

Opkomende markten

Geen herhaling van Aziëcrisis

De transitie van de Chinese economie is niet zonder risico. Het brengt onzekerheid voor beleggers met zich mee. Zeker als er twijfel ontstaat over de geloofwaardigheid van de Chinese autoriteiten. Die lijken de grip op de economie en de financiële markten te verliezen. Zoals de aanpak van de crash van de aandelenmarkt en de slecht getimed devaluatie lieten zien. Maar bij de overgang naar een door de markt geleide economie is dit soort fouten niet uit te sluiten. Belangrijk is dat China over de middelen beschikt waarmee ze de tijd heeft om de overgang naar een succes te leiden.

Geloofwaardigheid in het geding

In het derde kwartaal domineerde de situatie in China de nieuwskoppen. De groeivertraging zorgde voor onrust bij beleggers, die rekening hielden met een harde landing. Vooral de twijfel bij internationale beleggers over de grip die de Chinese autoriteiten hebben op de Chinese economie en de financiële markten droeg bij aan die angst. Het begon al bij meerdere mislukte pogingen om de crash op de aandelenmarkten een halt toe te brengen. Hiervoor hebben de autoriteiten honderden miljarden uitgetrokken. Vooral omdat eerder in het jaar de staatsmedia, en zelfs de autoriteiten, Chinese burgers juist hadden aangemoedigd om te beleggen in Chinese aandelen. Dat betekent dat de geloofwaardigheid van de autoriteiten ook bij Chinese burgers in het geding kwam, waardoor de daling op allerlei manieren gestopt moest worden. Zonder resultaat, waardoor dit voornemen uiteindelijk ook is losgelaten. Bovendien druipt deze actie in tegen het voornemen om de financiële markt beter te laten functioneren. Het beter laten functioneren van de aandelenmarkt, door een bredere participatie van institutionele beleggers en op beperkte schaal buitenlanders via de Shanghai-Hongkong stock connect, maakt onderdeel uit van het plan om de kapitaalallocatie in China drastisch te verbeteren. Onderdeel daarvan is ook het vrij laten bewegen van de renminbi. Dit heeft mede als doel om de

opname van de renminbi in het SDR-mandje van het IMF te bereiken. Dit voornemen is een paar jaar geleden gecommuniceerd, waardoor de gedeeltelijke loskoppeling van de renminbi met de dollar in feite geen verrassing was. Maar de timing van de overgang naar een gedeeltelijke free-float was zo slecht gecommuniceerd, en dat vlak na de publicatie van slechte exportcijfers, dat het vragen deed oproepen over competitieve devaluatie en een valutaoorlog. Door de onduidelijkheid rondom het valutabeleid van de Chinese autoriteiten kwam de kapitaaluitstroom op gang. De officiële reserves daalden in augustus dan ook met een record van ruim \$ 90 miljard. Inmiddels is duidelijk geworden dat de Chinese autoriteiten helemaal niet uit zijn op een forse devaluatie om de Chinese exporten te stimuleren. Ook is duidelijk geworden dat de Chinese economie niet instort, maar dat vooral de 'oude' economie het moeilijk heeft. De dienstensector houdt zich veel beter. De kapitaaluitstroom is in de afgelopen weken dan ook behoorlijk verminderd en de officiële reserves dalen nu minder hard. Dit is een geruststellende ontwikkeling, want de onzekerheid over de kapitaaluitstroom en het valutabeleid was de reden van de recente druk op aandelen van opkomende markten.

Officiële reserves bieden buffer

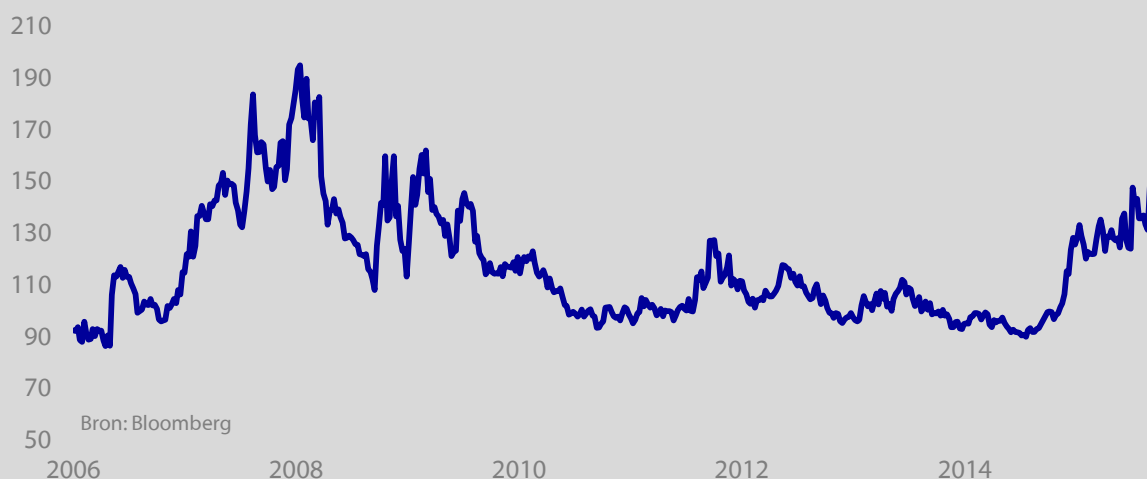
Voor de opkomende markten geldt in het algemeen dat beleidsmakers een betere controle hebben op de liquiditeitscondities en de kosten van het kapitaal door de lage inflatiedruk, de overschotten op de lopende rekening (of de lagere tekorten op de lopende rekening), de flexibele wisselkoersen en een adequaat niveau van de officiële reserves. Daarmee kan tijd gekocht worden om de juiste hervormingen door te voeren en kan een Aziëcrisis worden voorkomen. Door de impopulariteit van aandelen van opkomende markten is de waarderingskorting ten opzichte van ontwikkelde markten heel groot geworden. Dit biedt kansen voor bovengemiddelde rendementen op lange termijn.

Herhaling van de Aziëcrisis is onwaarschijnlijk. De financiële buffers zijn sterker en het valutabeleid flexibel.

China A en H

De Chinese autoriteiten hebben gedurende de zomer veel maatregelen genomen om de koersval te keren. Men heeft geprobeerd prijzen te reguleren, in grote delen van de markt werd de handel stilgelegd en speculanten werden opgesloten. Toen al deze maatregelen niet leken te werken, kwam China met de devaluatie van de renminbi, zonder ooit maar enige toelichting te geven op de getroffen maatregelen. Dit heeft de geloofwaardigheid van de Chinese overheid aangetast. Overigens moeten we niet doen of dergelijke maatregelen alleen in China mogelijk zijn. Sinds de crash van 1987 en het instellen van zogenaamde plunje protection teams proberen westerse autoriteiten van tijd tot tijd ook de financiële markten te beïnvloeden. Ook tijdens de kredietcrisis werd de handel soms stilgelegd en was het verboden om te speculeren op dalende koersen van financiële instellingen. Vaak hebben dergelijke maatregelen een tegenovergesteld effect. De onrust neemt er alleen maar door toe. De Chinese aandelenmarkt bestaat feitelijk uit verschillende markten.

Figuur 18: Premie A-aandelen versus H-aandelen



Zo zijn er aandelen genoteerd aan de beurzen van Shanghai en Shenzhen. De A-aandelen waren voorheen alleen toegankelijk voor Chinese investeerders. In 2002 hebben institutionele beleggers de mogelijkheid gekregen om te handelen op deze beurs. De aandelen zijn wel genoteerd in renminbi. Sinds de Hong Kong-Shanghai-connect is het eenvoudiger om als buitenlander in A-aandelen te beleggen. Deze twee markten zijn de afgelopen twee jaar het sterkst gestegen. Naast de A-aandelen zijn er H-aandelen (ook wel Red Chips): Chinese bedrijven met een notering in Hong Kong dollar aan de Hong Kong Stock Exchange. Als gevolg van de onrust in China is vooral de H-aandelenmarkt erg goedkoop geworden. De MSCI China (waarin A-aandelen niet zijn opgenomen, althans nog niet) heeft een koers-winstverhouding van 8,7 en noteert op 1,1 keer de boekwaarde. Dat is een waardingsniveau dat sinds de dieptepunten van 2008 niet meer is gezien. Bovendien wordt er volop gespeculeerd op een verdere daling van deze H-aandelen aangezien het percentage short-verkopen inmiddels ligt op 13,4% (het all-time high was 14,7%). H-aandelen zijn inmiddels 25% goedkoper dan A-aandelen (of omgekeerd is de premie van A ten opzichte van H gestegen tot 30%) en daardoor zijn H-aandelen ook 20% goedkoper dan aandelen uit opkomende markten.

Frontier markten

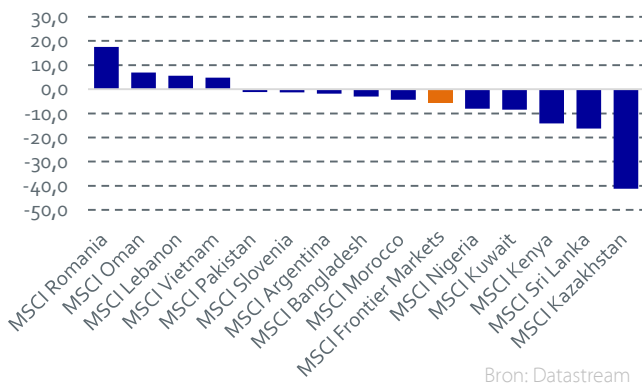
Stabiliteit door diversiteit

De frontier markten ontkwamen niet aan de turbulentie van afgelopen weken. Landen die erg afhankelijk zijn van de inkomsten uit de verkoop van grondstoffen werden hard geraakt. Tegenover grondstofproducerende landen staan de grondstofconsumerende landen. Meer dan voor opkomende markten geldt, zijn interne groeiaanjagers de voornaamste bron van groei voor frontier markten. De groei van de frontier markten is dan ook hoger dan die van opkomende markten.

Frontier markten heterogeen

De daling van de grondstofprijzen heeft een flink aantal opkomende markten onder druk gezet. Vooral landen die via de export van grondstoffen de voornaamste bron van inkomsten verkregen, hebben het moeilijk. Dit geldt ook voor landen die deel uitmaken van de frontier markten. Maar er zijn ook landen die juist profiteren van de lagere grondstofprijzen. Bovendien zijn deze landen nog relatief gesloten, waardoor interne groeiaanjagers de voornaamste bron van groei zijn. Het effect van laaghangend fruit dat met het openen van de economie gemoeid gaat en van de liberalisering van de kapitaalmarkten is daarom groot. Dit geldt zelfs voor landen die ogenschijnlijk zeer afhankelijk zijn van olie.

Figuur 19: Frontier markten geen monoliet blok



Die economieën zijn in de afgelopen jaren veel diverser geworden, waardoor een forse daling van de olieprijs beter

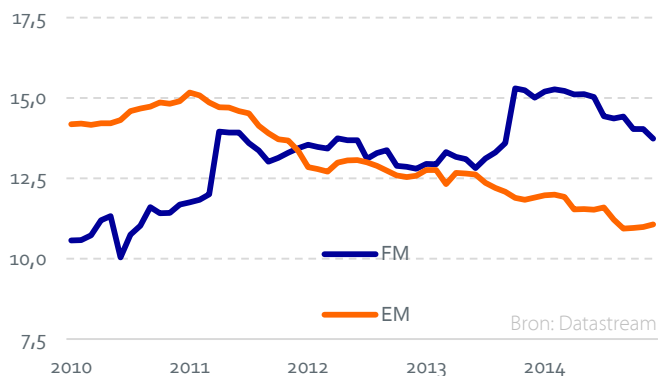
doorstaan wordt. De diversiteit van de frontier markten wordt ook weerspiegeld in de performance van de verschillende markten (figuur 19).

Voordelen frontier markten intact

Daarnaast is de ontwikkeling van de winstgevendheid beter dan die voor opkomende markten (figuur 20). In de afgelopen jaren stond de winstgevendheid voor de opkomende markten stevig onder druk, terwijl die van de frontier markten veel beter stand heeft gehouden. De verwachting is dat deze ontwikkeling in de komende tijd doorzet, mede door de gemiddeld lagere afhankelijkheid van de groei in China van frontier markten. Dit biedt kansen, zeker nu de waarderingspremium die aandelen van frontier markten boven die van opkomende markten tot voor kort hadden, nagenoeg verdwenen is.

Voorkeur voor FM
boven EM, vanwege
solide winstgevendheid
en lage waardering

Figuur 20: Winstgevendheid FM boven die van EM



Tot slot, de relatieve geslotenheid en de afhankelijkheid van landenspecifieke interne groeiaanjagers maken dat de frontier markten een relatief lage correlatie hebben met de brede aandelenwereldindex. Het feit dat het aantal analisten dat deze bedrijven volgt relatief gering is, maakt dat laag geprijsde aandelen vaker voorkomen. Opname in de satellieten van de aandelenportefeuille via een actieve manager voegt dan ook wat toe in termen van diversificatie én alfa mogelijkheden.

Thema's

Agri en Consument

Themabeleggingen zijn beleggingen die de hele keten kunnen overzien en waar een actieve beheerder door zijn specialistische kennis van die keten waarde kan toevoegen. Verder hebben belegbare thema's een hogere structurele groei waardoor er eerder sprake is van een aantrekkelijke waardering en een lagere gevoeligheid voor de economische cyclus.

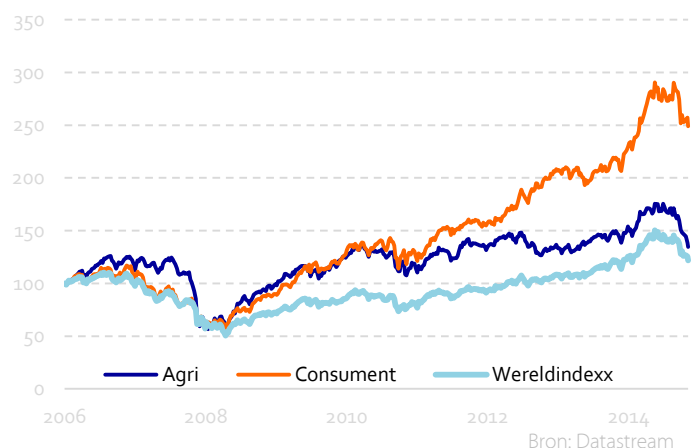
Kenmerken themabelegging

Themabeleggingen zijn actieve beleggingen die zich niet beperken tot een bepaalde sector, maar de hele keten kunnen overzien. Daardoor zijn ze beter in staat om in te schatten waar voor de aandeelhouder in deze snel veranderende wereld waarde kan worden toegevoegd. Bij beleggingen naar thema gaat het verder om het identificeren van specifieke segmenten in de economie die een hogere en meer structurele groei kennen dan het gemiddelde. Deze hogere groei zorgt ervoor dat de waardering voor deze bedrijven veelal te laag wordt ingeschat en het structurele karakter maakt ze minder gevoelig voor schommelingen in de conjunctuur. Deze structurele groei in combinatie met de relatief lage waardering betekent ook dat thema's langere tijd in de portefeuille kunnen worden aangehouden. Alleen als de waardering doorschiet of de 'investment case' voor het thema is gewijzigd, kan dit aanleiding vormen om afscheid te nemen van een bepaald thema. Door de structurele groei en de perspectieven in de wat verdere toekomst zijn thema's wel gevoelig voor hypes. Dat is uiteraard geen probleem in de rit omhoog, maar vergt wel extra zorgvuldigheid en discipline bij de beoordeling van de fundamenten. We zijn immers allemaal mensen. Een essentieel onderdeel van thema's (gezien de specifieke risico's in combinatie met de hogere bèta) is dat een gespecialiseerde beheerder wordt ingehuurd, die door zijn kennis deze risico's enigszins kan matigen. Denk daarbij aan een biochemicus, een geoloog etc. Thema's zijn dus per definitie een actieve belegging en kunnen niet snel worden gespeeld via een ETF.

Twee thema's

Op dit moment onderscheiden we twee thema's: agri en consument. Het consumententema heeft in de afgelopen jaren bijzonder goed uitgepakt, geholpen door de vele nieuwe trends op consumentengebied. Het voordeel van verstorende innovaties (disruptive innovations) is dat er koersmatig grote verschillen zijn tussen winnaars en verliezers. Dat betekent dat wanneer een fondsbeheerder de winnaars weet te selecteren, hij daar bovengemiddeld voor wordt beloond. Bovendien vergt het veel analysewerk om in te schatten wat de gevolgen zijn van een bepaalde technologie. De investment case voor het consumententema heeft meerdere perspectieven. Allereerst zorgt de internetrevolutie voor een omslag in de machtsverhouding tussen consument en producent (Power to the consumer). De consument is niet langer afhankelijk van de winkel op de hoek van de straat, maar kan via het internet eenvoudig de laagste aanbieder selecteren. Bedrijven die daar niet in mee gaan, verliezen de strijd. Daarnaast wordt de gemiddelde consument in veel landen ouder. Deze oudere consument met meer vrije tijd gaat de nadruk leggen op zaken als wellness en vakanties. De consument heeft door de komst van het internet bovendien een informatievoorsprong waardoor hij bewuster is geworden van wat hij consumeert. Tot slot is er de grote opkomende consumentenklasse in opkomende markten. Het agri-thema werd de afgelopen jaren op één hoop gegooid met andere grondstoffen en had het daardoor lastiger. Agri presteert echter veel beter dan grondstofbeleggingen gerelateerd aan energie of metalen. Bovendien is energie een belangrijke inputfactor voor de agrarische industrie, dus nu eerder een plus dan een min. De waardering van dit thema is op dit moment aantrekkelijk.

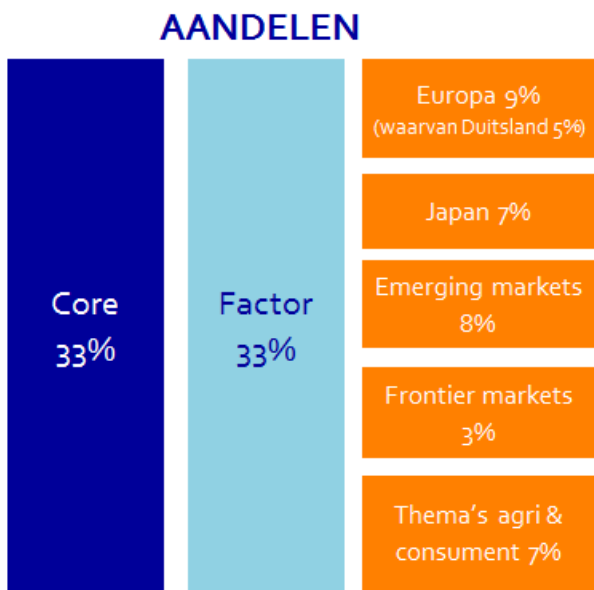
Figuur 21: Ontwikkeling thema's agri en consument



Portefeuille

Structuur

Een evenwichtige portefeuillestructuur zorgt voor een goede verdeling van het risicobudget en een betere transparantie waardoor beter kan worden ingeschat wat de invloed is van bepaalde marktontwikkelingen op de portefeuille.



Aandelen

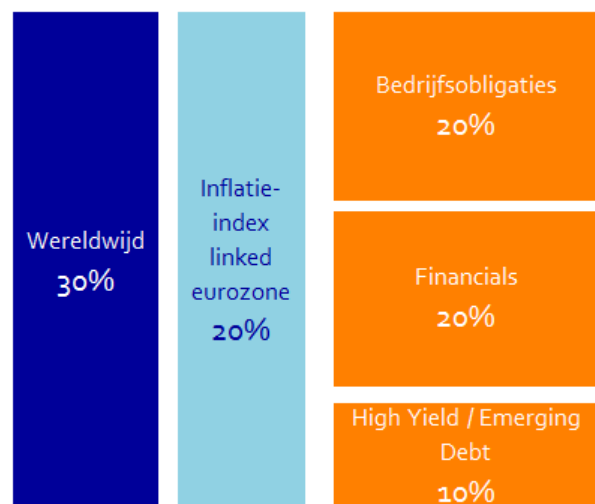
Al meer dan tien jaar maken we binnen het aandelendeel van de portefeuille een onderscheid tussen passieve en actieve beleggingen. Passieve beleggingen zijn onderdeel van de kern (Core) van de portefeuille, actieve beleggingen zijn onderdeel van de satellieten. De belangrijkste reden voor dit onderscheid was het kostenverschil. De verschillen waren in het verleden veel groter dan nu. Bovendien waren veel actieve beleggingsfondsen feitelijk verkapte indexbeleggingen, omdat ze voor een groot deel van de portefeuille niet meer deden dan de index volgen. De fondsbeheerder stelde dan bijvoorbeeld dat hij een bepaald aandeel had opgenomen in de portefeuille vanwege het gewicht in de index, maar dat er wel sprake was van een onderwogen positie. Verder is het risico van actieve beleggingen dat het lijkt of men een beter dan gemiddeld rendement krijgt dan de markt, maar dat er feitelijk sprake is van het nemen van meer risico. Alfa is vaak gewoon meer beta. In de

Core staat het risico van dit deel altijd gelijk aan het marktrisiko. Daar waar het satellietendeel mogelijk een bovengemiddeld risico inbrengt, zorgt het factordeel voor compensatie. Zeker bij factoren als laag risico speelt dit, maar de betere diversificatie die een gevolg is van het overwegen van factoren zorgt ook voor een betere rendement-risicoverhouding van de portefeuille.

Obligaties

Het grote probleem bij obligaties is de lage rente. Daardoor zijn grote delen van de markt feitelijk niet meer belegbaar. Waarom zou een belegger een (kortlopende) obligatie met een negatief rendement opnemen terwijl een spaarrekening in bijna alle gevallen een betere uitkomst (lees: rendement) kan bieden? Vooral binnen de eurozone heeft regelgeving zoals Solvency 2, Bazel III, het financieel toetsingskader en Mifid ervoor gezorgd dat steeds meer beleggers in obligaties beleggen om andere redenen dan rendement te behalen. Daar is bovendien een grote irrationele koper bijgekomen in de vorm van de ECB. Onze voorkeur gaat daarom uit naar wereldwijde obligaties (valutarisico's afgedekt naar euro), waarop het rendement bijna een vol procent hoger ligt dan op obligaties in de eurozone. Daarnaast hebben we een sterke overweging in inflatie-linked obligaties, bedrijfsobligaties, obligaties van financiële instellingen en high yield/emerging debt.

OBLIGATIES



Obligaties: looptijden

Relatieve rust

In het licht van de sterke onrust op de aandelenmarkt en de opgelopen spreads in de creditmarkten was het rendement op staatsobligaties tamelijk beperkt. Van een sterke vlucht in staatsleningen was geen sprake. Eigenlijk was het derde kwartaal voor de obligatiebelegger een relatief rustig kwartaal na de forse rentedaling in het eerste kwartaal en de scherpe correctie daarop in het tweede kwartaal.

Keuze tussen twee kwaden

Het opbouwen van een obligatieportefeuille is nog steeds een keuze tussen twee kwaden. Wie kiest voor korte looptijden of variabel rentende obligaties, beperkt zijn koersrisico maar moet negatieve rendementen accepteren. Obligaties van de Nederlandse Staat met aflooptdatum tot 2020 hebben een negatief rendement, zelfs voor inflatie en belastingen. Wie kiest voor een hoger rendement maar toch de zekerheid van obligaties wenst, krijgt een hoog renterisico. Om een rendement van 1,2% per jaar te krijgen, het tarief van de vermogensrendementsheffing op dit moment, moet de belegger uitwijken naar de uitstaande 2033 obligatie. Maar daarmee neemt hij veel renterisico. Deze obligatie ging van een koers van 136,5% op 20 april jl. naar een koers van 113,5% aan het begin van het derde kwartaal. Mocht de lange rente ooit weer boven de 3% geraken, dan zal de belegger nog een keer zo'n koersdaling kunnen meemaken. Gezien de nog lange looptijd van zo'n lening lijkt het meer de vraag wanneer dat gaat gebeuren dan of de rente ooit nog terugkomt bij het langjarig gemiddelde. Op dit moment is het echter nog logisch dat de lange rente langer laag blijft: er is geen inflatiedruk en de economische groeicijfers zijn nog steeds niet uitbundig. Toch blijven wij voorzichtig met zulke langjarige obligaties. Een dergelijke volatiliteit past eigenlijk moeilijk in een defensieve portefeuille.

Geen vlucht in staatsleningen

De belangrijkste bijdrage van obligaties in de portefeuille is gelegen in de stabiliteit die het moet brengen. Stabiel was de

beleggingscategorie zeker wel, maar het was niet zo dat er een vlucht in obligaties optrad toen de correctie in aandelen plaatsvond, zoals we bij eerdere correcties duidelijk zagen. Daardoor konden de obligaties de val van het aandelenstuk in de portefeuille maar beperkt dempen. Wat wel opviel in de correctie was dat de staatsleningen uit de periferie, zoals Spanje en Italië, in lijn bewogen met die van de kernlanden als Duitsland en Nederland. Een tienjaarsobligatie van Spanje of Italië geeft nog steeds 1,0% meer rendement dan die van Nederland. De opkoopoperatie van de ECB zal daarbij een beschermingswal zijn, maar gezien de onrust rond Griekenland en met de verkiezingen in Catalonië en Portugal was het toch een teken van kracht. Het is voorstelbaar dat de getoonde crisisbestendigheid leidt tot een verder afnemend renteverskil tussen de kernlanden en de periferie.

Veel beleggers zijn terughoudend geweest met de periferie-obligaties en hebben die vorige jaren afgebouwd. Nu de categorie de laatste test zo goed heeft doorstaan, verwachten wij weinig verkoopdruk als er weer nieuwe verkiezingen op til zijn en zal de spread eerder af- dan toenemen. Een belangrijke factor daarbij is het beleid van de ECB. Die heeft al laten doorschemeren dat het inkoopprogramma dat nu tot september 2016 is afgesproken, kan worden verlengd. Of de ECB het programma gaat uitbreiden met andere obligaties is een vraagteken, maar hun commitment richting investment grade obligaties van lidstaten en landen die aan het herstelprogramma voldoen, staat buiten kijf.

De belangrijkste bijdrage van obligaties in de portefeuille is gelegen in de stabiliteit die het moet brengen

Figuur 24: Koers van de 0,25% Nederlandse Staat 2025



Bedrijfsobligaties

Opgelopen kredietopslagen

Voor bedrijfsobligaties was het derde kwartaal opnieuw licht negatief qua rendement. Dat kwam niet zoals in het tweede kwartaal door een stijging van de marktrente waarmee het werd meegezogen, maar door oplopende kredietopslagen.

Vóór 2008 waren de kredietopslagen op investment grade obligaties hoog als deze 60 basispunten bedroegen en laag als deze beneden de 30 basispunten kwamen met een dieptepunt van 20 basispunten in juni 2007. Gelet op de te verwachten kredietverliezen zouden dergelijke spreads nog steeds niet onredelijk zijn, maar de financiële crisis heeft daar zijn sporen nagelaten. De spreads liepen op tot 200 basispunten eind 2008 (na de default van Lehman en de IJslandse banken) en raakten weer op dat niveau door de onrust omtrent de EMU-periferie-landen in 2011. Sinds de befaamde speech van ECB-voorzitter Draghi, waarbij hij de euro met een hommel vergeleek en aangaf te doen wat nodig was om het tot een succes te maken, daalden de credit spreads op investment grade obligaties gestaag tot 50 basispunten in maart van dit jaar. Sindsdien zijn de spreads weer flink gestegen.

Voor de stijging van de kredietopslagen is een aantal verklarende factoren. Allereerst is er de toegenomen onzekerheid over de wereldconjunctuur die de creditmarkt parten speelt. Ten tweede was er de invloed van de verminderde liquiditeit in de markt. Bovendien waren er enkele bedrijfsspecifieke situaties die de markt sterk in beroering brachten.

Verhandelbaarheid problematisch

Waar de markt voor staatsleningen nog steeds zeer diep is en die markt gesteund wordt door de inkopen door de centrale banken, is de markt voor bedrijfsobligaties een stuk minder liquide geworden. Als een nieuwe obligatie wordt uitgegeven is er enige tijd wel handel in de uitgifte, maar na een aantal weken is de verhandelbaarheid vrijwel opgedroogd. Vroeger hadden banken handelsportefeuilles, maar daartoe zijn zij niet meer

gerechtigd door regulering. De consequentie is dat als er beleggers zijn die willen verkopen in een bepaalde uitgifte, dat de bank hier een nieuwe koper voor moet vinden en ze niet zelf mag opnemen. Dat leidt tot heftiger koersbewegingen als er slecht nieuws is in een bepaalde uitgevende instelling. De meest in het oog springende voorbeelden waren de obligaties van Volkswagen na de bekendmaking van de dieselmotorfraude en die van Glencore na de forse val in de grondstoffenprijzen. Bij Volkswagen sprong de credit spread van 70 naar 300 basispunten en bij Glencore schoot die zelfs naar een niveau van 700 basispunten. Bij VW komt dat overeen met een highyield-obligatie van BB-kwaliteit en bij Glencore komt het zelfs in de buurt van een sterk verhoogd default risico en een CCC-rating. Een van de moeilijkheden is ook dat deze bedrijven tientallen obligaties hebben uitstaan en VW zelfs zo'n tweehonderd. Mede daardoor kan de verhandelbaarheid ook nooit in de buurt komen van die van de aandelen.

Mits men geen grote exposure had naar deze twee bedrijven zijn de koersverliezen echter te overzien en zal de belegger in investment grade corporates weer ongeveer terug zijn op het niveau van begin van het jaar. De kredietopslagen zijn momenteel weer hoog in verhouding tot de verwachte kredietverliezen en daarom zien we geen reden tot terughoudendheid. De dispersie in de markt zou ertoe moeten leiden dat de kansen voor actieve beheerders toenemen om extra rendement te behalen binnen hun mandaat.

De kredietopslagen zijn momenteel weer hoog in verhouding tot de verwachte kredietverliezen

Figuur 25: Kredietopslag investment grade Europa



High yield debt

Energiesector gebeten hond

In het derde kwartaal trad een duidelijke correctie op in de markt voor high yield en emerging market debt. Voor de laatste categorie kwam het jaarrendement zelfs in de min. High yield bleef daarentegen nog een van de best renderende categorieën. Dat was vooral te danken aan de Europese highyield-sector, want in de VS verscherpte de correctie in de energiesector, die daar een kwart van de markt uitmaakt.

Het aantrekkelijke van high yield is de beperkte looptijd die het normaliter heeft, waardoor de gevoeligheid voor rentebewegingen niet zo groot is. De kredietopslag op het papier is historisch gezien gemiddeld, zodat de categorie niet lijdt onder de overwaardering die we in andere delen van de obligatiemarkten zien. Voorwaarde voor een goed rendement is wel dat de kredietverliezen binnen de perken blijven.

Kredietverliezen beperkt gebleven

De afgelopen jaren zijn de kredietverliezen in de highyield-categorie beperkt gebleven. Er was één grote default, van Texas Uility / Energy Futures, maar die had de markt al geruime tijd zien aankomen. Dat bedrijf was een zeer hoge schuldenlast aangegaan en had de gasprijzen voor een langjarige periode gehedged. Toen de hedges afliepen, was het niet in staat om nog concurrerend te zijn op de zo veel lagere gasprijzen in de VS. Exclusief TXU was het aantal faillissementen gering. Het gevaar is dat de lage energieprijzen meer slachtoffers gaan maken en de markt is daar sterk op vooruit gelopen. De kredietopslagen op de energiebedrijven zijn aanzienlijk hoger dan op de rest van de Amerikaanse highyield-markt. Omdat de Europese markt slechts een beperkte exposure naar de energiemarkt heeft en die minder kwetsbaar is voor de gas- en olieprijs, is het geen wonder dat Europees materiaal de afgelopen twaalf maanden een forse outperformance heeft laten zien. Nog altijd is de Europese highyield-markt minder risicovol dan die in de VS, maar de rendementen in de Amerikaanse markt zijn inmiddels zodanig hoog, dat we een

voorkeur hebben voor global highyield-managers die de mogelijkheid hebben ook buiten Europa te beleggen. In de VS is de kredietopslag voor high yield nu gemiddeld 5,3% en in Europa 4,1%.

Cyclus nog niet gekeerd

We denken dat de cyclus voor wat betreft de faillissementen nog niet ten kwade is gekeerd. De afgelopen vijf jaar is het aantal faillissementen ruim beneden het langjarig gemiddelde geweest. Dat is mede te danken aan de lage rente die het ook voor bedrijven met een hoge schuldenlast mogelijk maakte om de rentelasten te voldoen. Ook is er veel aan gelegen geweest om de kredietkraan open te krijgen voor de grote bedrijven die geen investment grade rating hebben. Daardoor hebben bedrijven hun schulden verlengd en hebben ze veel lucht voor de komende jaren.

Signalen dat bedrijven bovenmatig investeren en grote schulden opbouwen, zijn er nog weinig in de highyield-sector. Dat de economie minder groeit dan begin dit jaar verwacht, is voor high yield misschien een geluk bij een ongeluk. In principe lijkt een conjunctuurvertraging slecht nieuws want het kan de resultaten onder druk zetten, maar zolang het geen diepe recessie wordt (zoals in de sectoren olie en gas en de mijnbouw) leidt dat niet tot betalingsproblemen, terwijl een aantrekkelijke conjunctuur zou hebben gezorgd voor een klimaat waarbij de bedrijven ongetwijfeld meer aandeelhoudersvriendelijk waren geworden en meer schuld hadden opgenomen.

Dat de economie minder groeit dan begin dit jaar verwacht, is voor high yield misschien een geluk bij een ongeluk

Figuur 26: CS Highyield index Euro hedged



Emerging debt

Brazilië valt van het voetstuk

We hebben een voorkeur voor high yield boven emerging market debt. De laatstgenoemde categorie was een tijd lang de favoriet van beleggers, maar daaraan lijkt voorlopig een einde gekomen.

Dat de Federal Reserve de rentetarieven nog onveranderd liet, zou goed nieuws moeten zijn voor de opkomende markten. Maar de koersen van emerging market debt konden er allesbehalve van profiteren. Mogelijk is dat omdat de angst voor een rentestap nog blijft bestaan. Maar er was ook geen nieuws voor de markt om zich aan op te trekken. Integendeel. De rating van Brazilië, het grootste land in de index, werd verlaagd tot beneden investment grade.

Interne problemen groter dan externe in Brazilië

Aan Brazilië ging de financiële crisis lange tijd voorbij. Beleggers dachten dat er een nieuw tijdperk was aangebroken, want Brazilië had vroeger juist de reputatie bij elke crisis betrokken te zijn. Maar de economie toonde groei en profiteerde volop van de hogere grondstoffenprijzen, die werden benut om de staatsschuld te reduceren en forse reserves in buitenlandse valuta op te bouwen. De rente op Braziliaanse staatsleningen daalde daardoor en kwam zelfs onder die van België (figuur 27).

Figuur 27: Rendement Braziliaanse staatslening



Inmiddels beginnen de problemen zich toch op te stapelen: het Petrobras-omkoopschandaal breidt zich uit tot een groot aantal concerns binnen en buiten Brazilië en hoge ambtenaren en politici blijken er zodanig bij betrokken dat het grote spanning geeft bij de regering en het congres. Dat maakt het onmogelijk

om bezuinigingen en hervormingen door te voeren, waardoor het huishoudboekje in hoog tempo verslechtert. In combinatie met het tekort op de lopende rekening en de hoge inflatie is de trend onmiskenbaar de verkeerde kant op. De tienjaarsobligatie van Brazilië in Amerikaanse dollar zag het rendement oplopen van minder dan 4% begin dit jaar tot ruim 6% nu.

Als een land als Brazilië zijn investment grade status verliest, wordt het voor Braziliaanse bedrijven moeilijk om investment grade te blijven. Er ontstaat dan een categorie obligaties die tussen wal en schip valt: beleggers met een investment grade mandaat willen verkopen en de highyield-beleggers stappen nog niet in. Begin dit jaar was Rusland al de twijfelachtige eer van een ratingverlaging te beurt gevallen met dito

consequenties voor de obligaties van Gazprom en dergelijke semi-staatsbedrijven. Het is goed voorstelbaar dat Turkije nog dit jaar volgt met een ratingverlaging en ook aan de investment grade status van Zuid-Afrika mag worden getwijfeld. De beleggers in emerging market obligaties waren lange tijd trots dat hun index steeds meer investment grade werd, maar aan die beweging is onmiskenbaar ten einde gekomen.

Dat betekent niet dat we meer defaults verwachten dan er nu door de markt zijn ingeprijsd, zoals Venezuela en Oekraïne, en emerging market debt geeft nog voldoende rendementsperspectief op middellange termijn, maar we houden er rekening mee dat de onrust nog enige tijd zal aanhouden.

Figuur 28: Performance Pimco Emerging Markets Bond Fund



De beleggers in emerging market obligaties waren lange tijd trots dat hun index steeds meer investment grade werd, maar aan die beweging is onmiskenbaar een einde gekomen

Obligatieportefeuille

Global bonds en inflation linked

De opgelopen credit spreads en de afgenomen inflatieverwachtingen maakten het geen makkelijk kwartaal om een goede performance te realiseren. Van de twee veranderingen die we eerder dit jaar hebben ingezet, begint de belegging in wereldwijde obligaties afgedekt naar euro wel enige vruchten af te werpen. Ondanks de afgenomen inflatieverwachtingen bleef een underperformance voor inflatieleningen uit.

Extra rendement uit global bonds

Het rendement van de benchmark, de Barclays EuroAggregate index, is met 0,8% nog steeds laag (figuur 29). In deze index zijn alle in euro uitgegeven obligaties met een omvang vanaf € 500 miljoen opgenomen. Het rendement van de wereldindex is ongeveer 1,6% en dat is relatief gezien een aanzienlijk verschil.

Figuur 29: Rendement Barclays EuroAggregate



Uiteraard willen wij over die wereldwijde obligaties geen valutarisico lopen want het valutarisico is vele malen groter dan het risico van de obligatie zelf. De kosten van het afdekken van dollarobligaties zijn echter vrij laag als de hedge maandelijks wordt doorgerold. Daarom hebben wij beleggingsfondsen uitgezocht die deze beleggingsstrategie kunnen verzorgen. Deze fondsen profiteerden van het feit dat de rente in de VS niet werd verhoogd door de Fed en dat de lange rente enigszins is gedaald. Zolang de Fed de rente niet verhoogt, zullen de kosten van het afdekken van de dollar klein blijven. Daarom is het voorlopig nog een kansrijke manier om extra rendement te behalen in de global bonds ten opzichte van de euro-obligaties.

In tegenstelling tot bij de highyield-categorie is het wereldwijd beleggen niet riskanter dan het beleggen in de euro-obligaties. De gemiddelde kredietkwaliteit is juist hoger in de wereldwijde index met veel minder BBB-obligaties dan in Europa.

Minder renterisico met inflatieleningen

Voor de invulling van het staatsleningenstuk van de portefeuille zien wij ruimte voor inflatieleningen. Dit zijn obligaties van Duitsland, Frankrijk en Italië waar de hoofdsom orent met de inflatie. De doelstelling van de ECB is een inflatie van dichtbij de 2%. Sinds 2013 is de inflatie daar niet meer in de buurt gekomen, maar de ECB wil voorkomen dat de huidige lage inflatie wordt verankerd in de verwachtingen van beleggers en vooral ook bedrijven en consumenten. De ECB kijkt daarbij vooral naar de verwachte inflatie over vijf jaar voor de dan komende vijf jaar (figuur 30). Dat geldt als een proxy voor de langetermijnverwachtingen. Nu is de inflatieverwachting voor de periode 2020-2025 in de markt weer sterk gedaald, tot 1,6%. Gek genoeg valt de daling samen met de scherpe daling van de olieprijs die de recente inflatiecijfers begrijpelijkerwijs flink heeft gedrukt.

Figuur 30: Inflatieverwachting Euroland



Het zou echter geen invloed horen te hebben op de inflatieverwachtingen over 5-10 jaar, maar dat gebeurt dus blijkbaar wel. De ECB vindt het belangrijk dat die weer tot 2% toenemen en we denken dat het verstandiger is om ervan uit te gaan dat ze daarin gaan slagen, dan te speculeren dat dat er niet van kan gaan komen. De daling van de inflatieverwachtingen is in principe ongunstig voor het rendement van deze obligaties ten opzichte van de index. Doordat relatief veel belegd wordt in langlopende obligaties en ook relatief veel in obligaties van Italië, die hoger renderen, was toch sprake van een positief rendement en een kleine outperformance.

Deze twee onderdelen vormen momenteel de kern van de obligatieportefeuille.

Maatschappelijk Verantwoord Beleggen

Uitgestoten ...

Mens, milieu en goed bestuur worden nogal eens aangeduid als de niet-financiële factoren om rekening mee te houden in het beleggingsproces. Dat is een ietwat misleidende term want deze niet-financiële factoren kunnen grote financiële implicaties hebben. Dat bleek de afgelopen weken maar weer door het schandaal bij Volkswagen. Met behulp van gemanipuleerde software werd de uitstoot van dieselmotoren van het concern stelselmatig mooier voorgespiegeld dan feitelijk het geval was. Een doodzonde, met dramatische consequenties.

Figuur 31: Koers aandeel Volkswagen



Beleggers waardeerden het concern in een tijdsbestek van enkele dagen met veertig procent af. Begrijpelijk. Miljoenen auto's moeten terug naar de garage, bepaalde modellen worden tijdelijk niet meer verkocht en VW hangt mogelijk honderden zo niet duizenden claims (het gaat om miljoenen auto's) boven het hoofd. Om nog maar niet te spreken van de mogelijke boetes en strafrechtelijke vervolging. En dan is er nog de sociaal-maatschappelijke impact op de duizenden medewerkers van het concern en de Duitse economie als

geheel. Die komt weliswaar niet direct tot uitdrukking in de koers van VW, maar de gevolgen zijn er niet minder om. Laten we wel wezen; Volkswagen stond er bij veel duurzame beleggers goed op. De onderneming was net uitgeroepen tot industry group leader door RobecoSAM bijvoorbeeld. Had men dit kunnen zien aankomen? Dat is teveel gevraagd: beleggers en duurzaamheidsratingbureaus zijn nu eenmaal in belangrijke mate afhankelijk van de informatie die ze krijgen van een bedrijf zelf. Daarin schuilt tegelijkertijd ook het gevaar.

Zijn de ratings daarmee waardeloos? Dat niet. Volkswagen doet het op diverse terreinen gewoon goed op het vlak van duurzaamheid. Dat is met dit schandaal ook niet allemaal van de

ene op de andere dag anders. Feit is echter wel dat dat er even geen oog is voor alle dingen die goed gaan. Want door het schandaal wordt Volkswagen, ook qua duurzaamheidsimago, momenteel midscheeps geraakt. En dus volgen de nodige downgrades door de duurzaamheidsratingbureaus. Die doen niets meer of minder dan de nieuwe informatie die hen ter beschikking staat, verwerken in hun opinie. Als mosterd voor de volgende maaltijd.

Hoe hier vervolgens mee om te gaan als belegger? Dat hangt er van af welk type belegger je bent. De opportunistische belegger zal misschien redeneren dat het bedrijf te hard is afgestraft. De maatschappelijk verantwoorde belegger die gelooft in actief eigenaarschap zal redeneren dat als - mede door zijn dialoog - verbeteringen worden doorgevoerd, de waardering geleidelijk weer zal aantrekken. Het mes snijdt dan aan twee kanten: de onderneming verduurzaamt en de belegger wordt er beter van. Waarschijnlijk heeft Volkswagen in dit geval geen zetje meer nodig. En weer andere beleggers zullen het aandeel een tijd lang mijden. Omdat het vertrouwen in de onderneming even weg is, of voor hen een bepaalde grens is overschreden. Zoveel beleggers, zoveel meningen. Financiële markten bestaan bij gratie van dit soort verschillen van inzicht. Ook op het vlak van duurzaamheid.

Laten we wel wezen;
Volkswagen stond er bij
veel duurzame
beleggers goed op

Auteurs: Taoufik Boussebaa, CFA; Han Dieperink; Gert van der Paal; Erik Schmahl

Iedere lokale Rabobank en de andere onderdelen van de Rabobank Groep die als beleggingsonderneming zijn aan te merken, zijn als zodanig geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten te Amsterdam. De informatie in deze publicatie is ontleend aan door Rabobank betrouwbaar geachte bronnen en publieke informatie, maar voor de juistheid en de volledigheid van de genoemde feiten, meningen, verwachtingen en de uitkomsten daarvan kunnen wij niet instaan. Hoewel wij ten aanzien van de selectie en berekening van de gegevens de nodige zorgvuldigheid in acht nemen, zijn wij niet aansprakelijk voor enige schade die het gevolg is van de hierin opgenomen gegevens.

De informatie in deze publicatie dient niet te worden opgevat als een aanbod en evenmin als een uitnodiging tot het doen van een aanbod tot het kopen of verkopen van financiële instrumenten en is ook niet bedoeld om enig recht of verplichting te creëren. Het gebruik maken van de informatie geschiedt dan ook geheel op eigen risico. De waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De in deze publicatie opgenomen informatie is geen expliciete of impliciete beleggingsaanbeveling en kan op ieder moment zonder verdere aankondiging worden gewijzigd.