

fondsNIEUWS

THEMA
OBLIGATIEBELEGGEN

MEI 2014

WWW.FONDSNIEUWS.NL

DE JACHT IS GEOPEND

BEDRIJVEN FOCUSSEN WEER
OP FUSIES EN OVERNAMES

PAGINA 4-7

DE BELEGGER IS ZIJN EMOTIE NIET DE BAAS PAGINA 12-13

INDEXBELEGGEN IS MAINSTREAM GEWORDEN PAGINA 10-11

JOHN MAULDIN: CENTRALE BANK PLEEGT DIEFSTAL PAGINA 18-19



Loop geen onnodig risico.

Lager risico ← Doorgaans lager rendement Hoger risico → Doorgaans hoger rendement

1	2	3	4	5	6	7
---	---	---	---	---	---	---

risicometer

Lees de Essentiële Beleggersinformatie.

DIT IS EEN VERPLICHTE MEDEDELING

Pioniers vandaag winnaars van morgen



Frontier markten bevinden zich in een nog priller ontwikkelingsstadium dan opkomende markten en zijn in potentie 's werelds meest dynamische en snelst groeiende economieën. Gunstige demografische trends, lage loonkosten en overvloedige voorraden natuurlijke grondstoffen vormen de basis voor veelbelovend beleggingspotentieel.

Schroder ISF* Frontier Markets Equity belegt puur en alleen in frontier markten en kent uitstekende rendementen. Het fonds wordt beheerd door een eigen, zeer ervaren team van 39 beleggingsprofessionals met gemiddeld 13 jaar ervaring**. Zij volgen de lokale markten van dichtbij en bieden met hun expertise innovatieve en onderscheidende beleggingsoplossingen voor de portefeuille van onze cliënten.

Ga naar www.schroders.nl/frontiermarkets voor meer informatie.

	6 maanden	YTD	1 jaar	2 jaar	Sinds introductie
Schroder ISF Frontier Markets Equity	27,3%	17,7%	41,4%	79,0%	62,1%
MSCI Frontier Markets	18,0%	13,5%	27,5%	48,8%	28,3%
Relatief rendement	9,3%	4,2%	13,9%	30,2%	33,8%

Bron: Schroders, per 30 april 2014. Rendement gegeven voor C accumulatieaandelen in USD, op NAV to NAV basis, inkomsten herbelegd. De introductiedatum van het fonds is 15 december 2010.

www.schroders.nl/frontiermarkets



Schroders

* Schroder International Selection Fund wordt in deze advertentie aangeduid als Schroder ISF. ** Bron: Schroders, per 30 april 2014. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De koersen van aandelen en de daaruit gegenereerde inkomsten kunnen zowel dalen als stijgen, en het is mogelijk dat beleggers het oorspronkelijk geïnvesteerde bedrag niet terugkrijgen. Schroder International Selection Fund Frontier Markets Equity (hierna het "Schroder ISF Frontier Markets Equity") is een subfonds van Schroder ISF, een beleggingsinstelling gevestigd te Luxemburg. Schroder ISF en Schroder ISF Frontier Markets Equity zijn op grond van artikel 2:66 van de Wet op het financieel toezicht ("Wft") geregistreerd in het op grond van artikel 1:107 Wft door de Autoriteit Financiële Markten aangehouden register en om die reden kunnen rechten van deelneming in Schroder ISF en Schroder ISF Frontier Markets Equity in Nederland worden aangeboden. Raadpleeg het volledige prospectus en de essentiële beleggersinformatie indien u meer informatie wenst alvorens u belegt. De rechten en verplichtingen van de belegger en de juridische relatie met Schroder ISF worden uiteengezet in het volledige prospectus. Het volledige prospectus, de essentiële beleggersinformatie en de jaar- en halfjaarverslagen van Schroder ISF kunnen kosteloos worden verkregen bij Schroder Investment Management (Luxembourg) S.A., 5, rue Höhenhof, L-1736 Senningerberg, Groothertogdom Luxemburg en alle distributeurs of via www.schroders.nl.

VOORWOORD

De crisis is voor beëindigd verklaard, althans dat gebeurde recentelijk in ons eigen land: de economie trekt aan, vacatures worden weer aangeboden en de huizenprijzen stijgen. Zo goed, al goed? Toch niet, op de financiële markten blijft onrust bestaan: stijgt de rente en hoe snel dan wel? En wat zijn daarvan de gevolgen voor de schuldenbergen die overheden en centrale bankiers hebben gecreëerd in hun poging zowel landen als de wereldeconomie te behoeden voor een Depressie. Dat laatste is gelukt, maar garantie voor de toekomst biedt dat niet. Als de rente stijgt, zullen ook de financieringslasten voor overheden exponentieel toenemen. Dat is een angst die over de markt waart. En die centrale banken ook voortdurend monitoren. De verwachting is dan ook dat de Amerikaanse Federal Reserve de rente pas in 2015 zal opkrikken. Hopelijk is er dan sprake van een gezonde economische groei, zodat de belastinginkomsten stijgen en de staats-schuld stapje bij stapje kan worden afgelost. Een fors hogere rente kan de wereld zich echter niet veroorloven, in ieder geval Europa niet waar het deflatiegevaar allerm minst is geweest en de groei eerder beperkt is. John Mauldin, een gezaghebbende Amerikaanse beurscommentator, raadt beleggers aan om op de 'onhoudbare staatsfinanciën' te reageren met 'houdbare beleggingen'. Hij denkt daarbij aan voedsel, energie, technologie en ook een plukje goud. Want als het misgaat, dan vormen voedsel, energie en goud de veilige havens tegen het nagenoeg onvermijdelijke, maar risicovolle beleid van kwantitatieve verruiming van de centrale banken.

Cees van Lotringen

HOOFDREDACTEUR FONDSNIEUWS
CEES.VANLOTRINGEN@FONDSNIEUWS.NL



DE JACHT IS GEOPEND

BEDRIJVEN FOCUSSEN WEER OP FUSIES EN OVERNAMES

PAGINA 4-7



FOTO: PAUL GRAMEN

DE BELEGGER IS ZIJN EMOTIE NIET DE BAAS

Mensen denken rationale wezens te zijn en dienovereenkomstige beslissingen te nemen. Maar niets is minder waar: gedragsecomen proberen beleggers langs de klippen van hun eigen emoties te sturen.

PAGINA 12-13



FOTO: HOLLANDE HOOGTE

'INDEXBELEGGEN IS NU MAINSTREAM'

Na vermogensbeheerders en family offices hebben nu ook de grootbanken massaal indexproducten in de portefeuilles opgenomen. Maar meer groei zit nog in het vat, denken de index- en ETF-aanbieders.

PAGINA 10-11

EN VERDER

THEMA: OBLIGATIEBELEGGEN

Nu staatspapier zo weinig oplevert, zoeken beleggers naar alternatieven: high yields, convertibles en hypotheekobligaties.

PAGINA 22-31

'DE CENTRALE BANKEN PLEGEN PURE DIEFSTAL'

Beurscommentator John Mauldin: anticipeer op de crisis rond de schuldenberg.

PAGINA 18-19

RUBRIEKEN

FAVORIETE GRAFIEKEN 9
ASSET-ALLOCATIE DASHBOARD..... 14

COLOFON

HOOFDREDACTEUR FONDSNIEUWS CEES VAN LOTRINGEN ONTWERP ANTOINE HAMERS VORMGEVING TINEKE HOOGENBOOM BEELDBEWERKING BINH TRAN AAN DEZE SPECIAL WERKTEN MEE FRANK VAN ALPHEN, JEROEN BOOGAARD, JAN VAN DE LAAR, CEES VAN LOTRINGEN, HARM LUTTIKHEDDE, BARBARA NIEUWENHUIJSEN, KIM RAAD, ANTON REIJINGA, MIRANDA SCHOUTSEN, EELCO UBBELS, SALES THUIS PESSERS (PESSERS@FDMEDIAGROEP.NL) CONTACT REDACTIE@FONDSNIEUWS.NL

FONDSNIEUWS

FONDSNIEUWS IS EEN INITIATIEF VAN DE FD MEDIA-GROEP DAT ZICH RICHT OP GESTANDAARDISEERDE BELEGGINGSPRODUCTEN.



DE MARKTEN RUIKEN HET BLOEDSPOOR VAN FUSIES EN OVERNAMES

DOELWIT: GEZONDHEIDSZORG, TECHNOLOGIE EN CONSUMENTENGOEDEREN

Nu de wereldeconomie in rustiger vaarwater lijkt te zijn gekomen, maar de autonome groei vooralsnog beperkt blijft, proberen grote ondernemingen via fusies en overnames de marktpositie te versterken. Ze worden daarbij geholpen door een stevig gevulde oorlogskas.

TEKST CEES VAN LOTRINGEN

In één keer barstte het feest weer los: in februari kondigden Comcast en Time Warner Cable een fusie van \$ 45 mrd groot aan, gevolgd door de overname van het circa vijftig man grote bedrijf WhatsApp door Facebook voor \$ 19 mrd. Vervolgens liet de farmasector van zich horen: Bayer lijft voor \$ 14,2 mrd in cash de consumentendivisie van het Amerikaanse Merck in en Pfizer heeft \$ 106 mrd over voor AstraZeneca, terwijl GlaxoSmithKline en Novartis aan het kwartetten zijn geslagen door voor \$ 7 en \$ 14 mrd over en weer activiteiten van elkaar over te nemen.

De afgelopen maanden was er een stevige discussie over de vraag of bedrijven wel of niet zouden beginnen

met investeren, dat wil zeggen met het aan het werk zetten van de cash. Nu de cyclische krachten vat krijgen op de wereldeconomie, het ondernemersvertrouwen stijgt en de financiering makkelijker wordt, zal ook de stijging van het aantal fusies en overnames doorzetten, zegt Andrew Milligan, hoofd wereldwijde strategie van Standard Life Investments. Volgens dataresearchbureau Dealogic is in de VS in de eerste drie maanden van dit jaar voor maar liefst \$ 638 mrd gefuseerd en overgenomen.

Forse cashpositie

Die sterk toegenomen fusie- en overnamehonger verrast niet. Het bedrijfsleven heeft de kredietcrisis aangewend om intern orde op zaken te stellen. En dat gebeurde met resultaat. Amerikaanse bedrijven hadden zoveel geld op de balans staan, dat zij vorig jaar maar liefst \$ 800

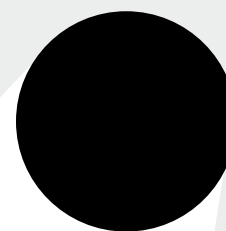
mrd uitgaven aan de inkoop van aandelen en de uitkering van dividend, maar nu de economie aantrekt, wenden de bestuurders van corporate America de steven: hun balansen zijn conservatief, ja zelfs inefficiënt geworden, stelt Paras Anand, hoofd Europese aandelen van Fidelity Worldwide Investment. 'Het is inderdaad tijd om het kapitaal weer aan het werk te zetten.'

Het Amerikaanse bedrijfsleven kan zich wat veroorloven. De niet-financiële ondernemingen in de Amerikaanse hoofdindex S&P 500 hebben

'BEDRIJVEN ZIJN BEZIG OM HUN BUSINESS TE STROOMLIJNEN, ZIE DE FARMA'

een oorlogskas van meer dan \$ 1200 mrd. Crisis of niet, de cashratio in verhouding tot de kortetermijschulden is onder Amerikaanse bedrijven sinds 2008 verdrievoudigd, tegen een factor 1,2 en 1,4 in respectievelijk Europa en Japan. Hierdoor is de kans groot dat Amerikaanse ondernemingen hun sterke cashpositie zullen gebruiken om hun marktpositie te versterken door Europese bedrijven in te lijven, die verhoudingsgewijs lager zijn gewaardeerd. Een voorbeeld daarvan is General Electric, dat bijna \$ 90 mrd aan cash op de balans heeft staan – voldoende om een als vijandig betitelde overnamebod op het Franse Alstom te doen.

Hoewel de acquisities dit eerste kwartaal zeer groot zijn geweest, denkt Anand van Fidelity Worldwide Investment dat er de komende tijd vooral kleinere acquisities in het vat zullen zitten. 'Bedrijven zijn bezig om hun business te stroomlijnen of om



Europa blijft onder de loep. Onze loep.

De beleggingsteams van T. Rowe Price analyseren de markt nauwkeurig, op zoek naar aantrekkelijke beleggingen in Europese aandelen en obligaties. Door onze fundamentele research en samenwerking tussen verschillende teams weten wij échte kansen te scheiden van de marktruis op de korte termijn.

EUROPEAN
EQUITIES

EUROPEAN
SMALLER
COMPANIES

EUROPEAN
HIGH YIELD

EURO
CORPORATE
BOND

Wilt u meer weten over hoe wij voor u kunnen beleggen in Europa, ga dan naar www.trowepriceeurope.com



Asia • Australia • Europe • Middle East • The Americas

meer focus aan te brengen, zoals je hebt kunnen zien in de farma, waar Novartis zijn vaccins en consumentenbusiness heeft verkocht in ruil voor de oncologieportefeuille van GlaxoSmithKline. Het doel hiervan is om meer schaal en rendementen op bepaalde terreinen te realiseren, wat op de langere termijn tot meer organische groei kan leiden.'

Herstel vertrouwen

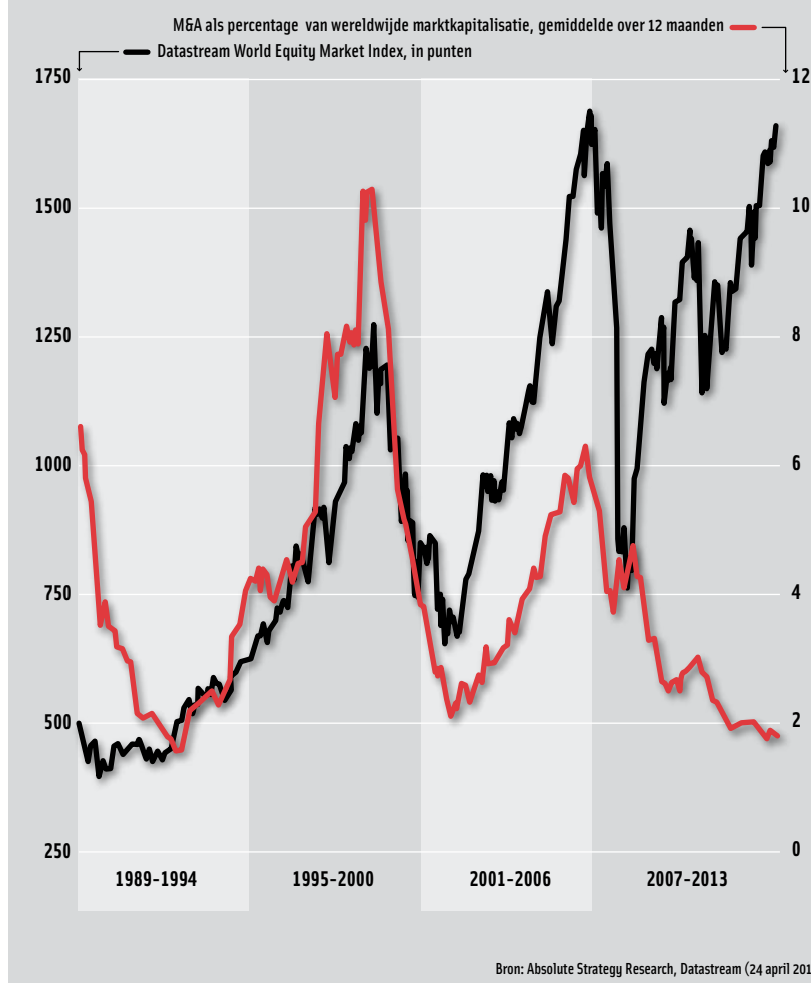
Dat juist dit eerste kwartaal de markt voor fusies en overnames weer is aangetrokken, heeft volgens Standard Life Investments een drietal redenen: de onzekerheid over de economie is sterk afgenomen en de noodzaak tot interne reorganisaties en kostenreducties is verminderd. De druk is daarentegen toegenomen om door fusies en overnames marktaandeel te vergroten nu de kans op autonome groei dankzij een groeiende wereldwijde vraag niet groot wordt geacht.

De herwonnen 'apetite' komt op een moment dat de markt ook kansen voor fusies en overnames biedt. Zo zijn diverse sectoren nog altijd in een fase van 'deleveraging.' Voorbeeld daarvan is utilities in Europa, waar vorig jaar meer dan \$ 30 mrd aan activiteiten en onderdelen is afgestoten. Marktpartijen verwachten dat ze daar mee doorgaan, omdat deze sector gemiddeld veel schuld op de balans heeft staan. Ook zorgt volgens Andrew Milligan van Standard Life regulering voor het afstoten van activiteiten, zoals in de utilities en de telecom het geval is. Door deze overheidsregels staan marges onder druk, wat partijen in deze sector aanzet tot scherpere concurrentie.

Assetmanagers denken dat er met de sterke cashposities van bedrijven nog veel in het M&A-vat zit. Daarvoor verwijzen ze naar het verleden. Op dit moment vertegenwoordigen fusies en overnames slechts 2% van de

Er zit meer in het vat

Fusies en overnames kunnen vanaf dit niveau sterk stijgen



totale marktkapitalisatie van de wereld aandelenmarkten. In 2007-2008 – en ook in 2000 – was dat 5 tot 11%.

Andere financiering

De markt voor fusies en overnames is op dit moment wel heel anders gestructureerd dan in 2007-2008. Weliswaar is de omvang van het aantal deals met meer dan \$ 1200 mrd weer op het niveau van 2007, maar de financiering verschilt sterk van toen. In dat jaar werden deals vooral in cash gedaan, waartoe bedrijven op grote schaal op de kapitaalmarkten of bij zakenbanken leenden. Cashfinanciering

was toen van toepassing op 76% van alle deals, nu is het ongeveer 47%, het laagste niveau sinds 2001. Op dit moment wordt daarentegen bijna 20% in aandelen betaald, tegen 8% in 2007, zoals bij de overname van WhatsApp door Facebook het geval was. Een

'ER IS EEN NIEUWE GENERATIE CEO'S VOOR WIE M&A GEEN DOEL OP ZICH MEER IS'

aanzienlijk deel wordt nu in een combinatie van aandelen en cash gefinancierd.

Ook lijkt zich een nieuwe ontwikkeling voor te doen, en dat is te danken aan de lage rente. Voor veel bedrijven is dat aanleiding om kapitaal aan te trekken op de bedrijfsobligatiemarkten. Zo is de rente voor een Europese bedrijfsobligatie (BAA) niet meer dan 4 tot 8%, in de periode 2000-2007 was dat nog 9 tot 10%. Een voorbeeld daarvan was het Franse Numericable en moedermaatschappij Altice, die samen met een obligatielening \$ 16,7 mrd ophaalden om de overname van SFR, het dochterbedrijf van Vivendi, te financieren.

Standard Life denkt dat er aanzienlijke risico's zijn als bedrijven hun kernactiviteiten of hun kerncompetenties uit het oog verliezen of de schuldpositie opblazen, zoals in de jaren negentig het geval was. Dan is het risico groot dat transacties tot waardevernietiging leiden, zegt Milligan, maar Anand van Fidelity ziet dat gevaar niet.

'Er is van sprake van veel meer discipline dan in de periode rond 2007. Toen waren M&A een doel op zich. Maar nu is er een generatie ceo's aan de macht die conservatief gefinancierd wil zijn, assets afstoot die niet echt bijdragen aan de aandeelhouderswaarde en er bovendien echt op uit is de ondernemingen sterker, meer gefocust en transparanter te maken. Voor aandeelhouders is dat goed nieuws.'

Beleggers die op de trend van fusies en overnames in Europa willen inspelen, hebben volgens Anand over een breed front mogelijkheden. De nadruk legt hij op franchisers die moeilijk te repliceren zijn of bedrijven met veel intellectuele eigendom. 'Wij vinden deze bedrijven in de sectoren gezondheidszorg, technologie en consumentengoederen.'

CEES VAN LOTRINGEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

BELEG TEGEN LAGE KOSTEN IN ETF'S MET EEN VERTROUWDE NEDERLANDSE STRUCTUUR

Beleg met Think ETF's

De beleggingswereld is in beweging gekomen. Beleggers hebben een groeiende behoefte aan producten die transparantie, lage kosten en een efficiënte en veilige structuur bieden.

Think ETF's zijn moderne beleggingsproducten die aan deze criteria voldoen. Wij volgen simpelweg een index omdat we ervan overtuigd zijn dat dit voor beleggers uiteindelijk het beste rendement oplevert.

Think ETF's onderscheiden zich door:

- Lage kosten
- Veilige structuur
- Fiscaal voordeel

Meer weten?

Ga dan naar thinketfs.nl, of bel ons op 020-719 5100.



NU MOET JE FLEXIBEL ZIJN

Aymeric Forest van het Schroders multi asset team kijkt naar de gevolgen van een mogelijk hogere rente op de kapitaalmarkten. Een flexibele, op inkomsten gebaseerde strategie biedt uitkomst.

AYMERIC FOREST

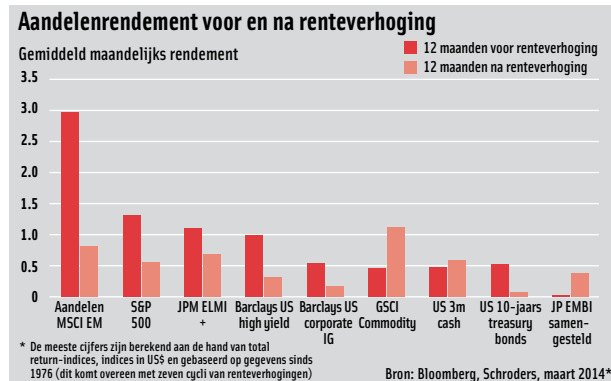
Aymeric Forest is fondsbeheerder bij het Multi Asset Team van Schroders en lid van het comité dat binnen Schroders beslist over de wereldwijde asset-allocatie. Hij richt zich met name op de complexe mandaten en onderzoek naar nieuwe methoden van tactische asset-allocatie.



'ALS ER ONRUST IS, DOEN WAARDE- HET BETER DAN GROEIAANDELEN'

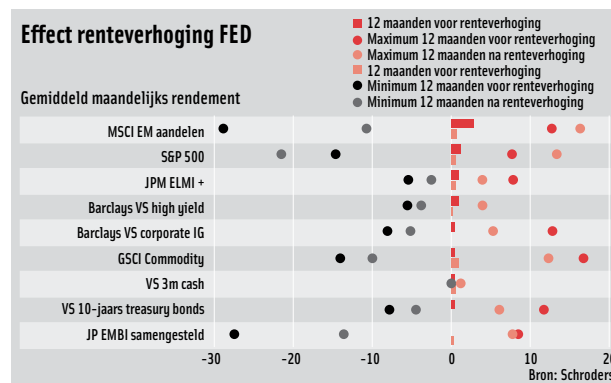
Lagere rendementen na renteverhoging

In deze grafiek is het historische effect van een periode van renteverhogingen op de effectenkoersen te zien. Gemiddeld is het maandelijks rendement van de meeste beleggingscategorieën twaalf maanden na een renteverhoging lager dan in dezelfde periode die eraan voorafgaat. Als de verwachte koersrendementen dalen, kunnen inkomsten in de vorm van dividenden of rentecoupons een buffer vormen. Voorwaarde is dat de strategie waaruit je inkomen verwacht niet aan een index gebonden is.



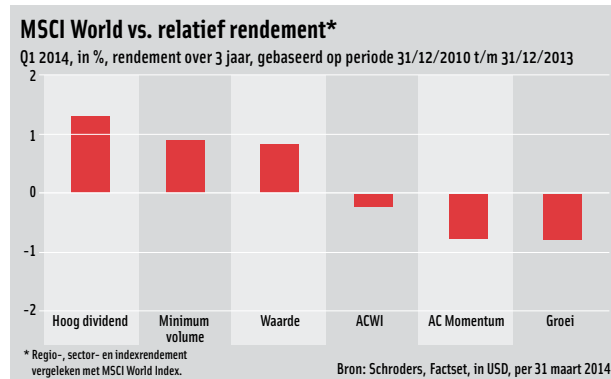
Grotere verscheidenheid in koersen

Hier worden het minimum en het maximum van de maandelijkse rendementen van enkele beleggingscategorieën getoond vóór en ná een renteverhoging door de Amerikaanse Fed. Binnen de S&P 500 neemt het verschil toe, terwijl het verschil bij effecten uit opkomende markten of Amerikaans staatspapier juist afneemt. Dat laat het belang van flexibiliteit zien en van een risicostrategie die is afgestemd op dit klimaat, juist omdat nu de volatiliteit toeneemt en keuze van de asset class het verschil maakt.



Daadwerkelijke groei wordt cruciaal

De rotatie van waarde- naar groeiaandelen in het eerste kwartaal beperkte zich niet tot de VS, maar was een wereldwijd fenomeen. Sommige small caps en Nasdaq-bedrijven zullen een hogere winstgroei moeten laten zien, om voor de toekomst hun huidige waardering te rechtvaardigen (de koers/winstverhouding is namelijk behoorlijk toegenomen). Een verstandig alternatief is beleggen in bedrijven die dividend uitkeren of waarvan verwacht kan worden dat ze hun dividend verhogen en die (nog) relatief goedkoop zijn. ■



'INDEXBELEGGEN IS MAINSTREAM GEWORDEN'

PASSIEF EN ACTIEF: VAN THESE NAAR ANTITHESE NAAR SYNTHESE

Na onafhankelijke vermogensbeheerders en family offices zijn indexproducten nu ook door de banken geaccepteerd en volledig in het assortiment opgenomen. Nu ligt de focus op het gebruiken van actief en passief in één beleggingsstrategie.

TEKST BARBARA NIEUWENHUIJSEN

Tot voor kort bevatten de modelportefeuilles van de grootbanken zo weinig passieve beleggingsfondsen dat toezichthouder AFM het nodig vond hierover aan de bel te trekken. Maar inmiddels lijkt die zorg verdwenen, en terecht. De populaire inkomstenportefeuille van ABN Amro bevat overwegend passieve fondsen en ook de andere portefeuilles van deze bank zijn steeds vaker uit trackers opgebouwd. Rabobank hanteert een zogenoemde core-satellite-benadering, waarbij de core – de kern van de portefeuilles – passief is. Ook verruilde de bank vorig jaar de actieve Robeco-fondsen in haar Rendemix-portefeuilles voor indexproducten van BlackRock.

De aandacht voor de kosten van beleggingsfondsen en het feit dat lang niet alle actieve fondsen hun benchmark verslaan, hebben hieraan bijge-



FOTO: JASPER HAAK

dragen, maar dat niet alleen. Sinds het provisieverbod van kracht is, ontvangen banken voor geen enkel fonds meer een distributievergoeding. Eerder ontvingen ze die voor actieve fondsen wel, maar voor passieve niet.

'Kijk je naar de beheerportefeuilles van de grootbanken, dan denk ik dat het aandeel indexproducten daarin langzaamaan naar de 30% gaat,' zegt Gert-Jan Verhagen, hoofd iShares bij BlackRock in Nederland, die benadrukt dat de banken hiermee een in-



FOTO: GERT-JAN VERHAGEN

haalslag gemaakt hebben ten opzichte van onafhankelijke vermogensbeheerders en family offices. BlackRock is met

'IN VOLWASSEN MARKTEN KAN HET AANDEEL INDEXPRODUCTEN NAAR ZO'N 40%'

iShares verreweg de grootste aanbieder van indexproducten in Nederland.

Onder advies- en execution only-beleggers is het aandeel indexproducten nog lager, zegt Verhagen. Bij advies sippelen veranderingen altijd langzamer door, dus dat heeft nog wat tijd nodig. Bij execution only speelt mee dat grootbanken altijd relatief weinig aandacht hebben geschonken aan passief beleggen, waardoor beleggers hier relatief onbekend mee waren. Dat is echter aan het veranderen. 'Ik durf de stelling wel aan dat indexbeleggen mainstream is geworden.'

Het gaat allang niet meer om actief óf passief. Bob Hendriks, hoofd Retail bij BlackRock in Nederland: 'Het is normaal geworden een deel van de portefeuille met onderscheidende actieve fondsen in te vullen en daarnaast een deel passief. Wat momenteel heel actueel is, is hoe je je portefeuille vervolgens opbouwt en wanneer je bijvoorbeeld kiest voor een ETF en wanneer voor een indexfonds en welke dan, gegeven de activiteit in een portefeuille.'

Verhagen: 'Bij het kiezen voor een specifiek indexproduct moet je je eerst afvragen welke benchmark je wilt vol-



FOTO: CHRISTIAN MAHLERPLEIN IN HET ZUIDAS-GEBIED, ABN AMRO HOOPDANKTOOR, DOOR: HOLLANDE HOOGTE

gen. Vervolgens kijk je welk product het meest efficiënt is en of je bijvoorbeeld wel of niet in derivaten kunt en wilt beleggen. Is dit niet het geval, dan vallen futures en swap based-ETF's af."

'Dan is de vraag hoeveel vermogen je te beleggen hebt. Vanaf 100 mln ben je beter af met een mandaat, daaronder niet.' Ook maakt het uit hoe lang je wilt blijven zitten en hoe snel je eruit wilt kunnen als er iets gebeurt. Een ETF is continu verhandelbaar, een indexfonds één keer per dag. Daarbij komt dat indexfondsen over het algemeen iets goedkoper zijn, maar het aanbod van ETF's groter is. Tot slot is de vraag welke aanbieder je wilt kiezen, 'waarbij je kan letten op risicobeheer, kosten en optimalisatie van het rendement.'

Dat de vraag naar indexproducten is toegenomen, wil volgens BlackRock niet zeggen dat de rek eruit is. 'In een volwassen markt kan het aandeel indexproducten naar zo'n 40%. Dat zie je ook in de Verenigde Staten,' zegt Verhagen.

Bij beleggersbank Binck ligt het aandeel van ETF's in verhouding tot beleggingsfondsen momenteel al boven de 40%. De afgelopen kwartalen was ETF de assetcategorie met de grootste groei, aldus een woordvoerder. De verklaring hiervoor zoekt hij in 'de voorlichting en uitleg die wij onze klanten al sinds jaar en dag geven over indextrackers.' Daarom verwacht ik dat beleggers bij Binck en Alex er eerder en op een betere manier mee bekend zijn geraakt. Index-

trackers behoren in ieder geval vanaf 2005 tot het assortiment van Alex en Binck, verder kan de woordvoerder niet terugkijken in het systeem.

Uit recent onderzoek dat in opdracht van Binck is uitgevoerd door het NIPO, blijkt dat de helft (52%) van de onderzochte particuliere beleggers nog nooit van de indextracker heeft gehoord.

Andere assetmanagers zien de toenemende vraag naar indexproducten ook en zoeken naar een manier om hierop in te spelen. Sommigen doen dat door expliciet te focussen op asset classes waarin zij als actieve manager denken echt het verschil te kunnen maken. ING Investment Management bijvoorbeeld heeft aangegeven specifiek te gaan focussen op een aantal asset classes.

Van actief naar passief

In het buitenland zie je dat sommige traditioneel actieve huizen nu toch ook proberen de passieve wereld te betreden. JPMorgan Asset Management heeft in de Verenigde Staten, die voorloper op Europa als het gaat om passief beleggen, een verzoek ingediend ook ETF's te mogen lanceren.

Op dit moment is volgens BlackRock in de VS pakweg 25% van het totaal belegd vermogen bij fondsaanbieders belegd in indexproducten, in Europa is dit 12%.

Fidelity, dat in de VS al langer actief is

op het gebied van passieve fondsen, lanceerde in het Verenigd Koninkrijk onlangs vier nieuwe indexfondsen, wat het totaal daar op zeven brengt en waarmee alle belangrijke regio's daar nu gedekt zijn.

Jasper Haak van consultancy- en onderzoeksbureau AF Advisors ziet andere grote Angelsaksische huizen dit voorbeeld echter niet direct volgen. 'Zij hebben vaak een paar grote sterrenfondsen. Als je ziet hoeveel geld er wordt verdiend met slechts een paar fondsen, is het logisch dat zij hun vingers niet aflikken bij het zien van de marges die op indexproducten gemaakt kunnen worden. Je ziet dat de echt grote jongens of actief zijn of een passief merk naast hun bestaande actieve range zetten. Partijen die hiertussenin zitten, komen echter soms toch in de verleiding een fonds om te zetten. Hierbij moet je echter wel uitkijken dat het voor klanten duidelijk blijft waar je als fondshuis voor staat.'

BNP Paribas Investment Partners behoort tot de groep van asset managers die al veel langer zowel een actief als

'VERZEKERAARS HEBBEN NOG EEN LANGE WEG TE GAAN BIJ INDEXPRODUCTEN'

een passief fondsenaanbod hebben. Opvallend was echter dat het fondshuis onlangs op verzoek van klanten een actief obligatiefonds omzette in een passief fonds. De woordvoerder benadrukt echter dat er geen plannen zijn meer fondsen om te zetten.

In Nederland is ABN Amro begonnen met het lanceren van eigen ETF's, waarmee de bank voor het eerst sinds 2008 weer actief is als assetmanager.

'Groeit vlak af'

Alle mooie groeiverhalen ten spijt komt AF Advisors, dat marktaandelen van assetmanagers op de Nederlandse markt in kaart brengt, tot de conclusie dat de trend naar passief in Nederland afvlakt. 'We zagen een enorme stijging toen ABN Amro en Rabobank passieve producten aan hun modelportefeuilles toevoegden, zo'n twee jaar geleden. Daarna zagen we nog een piek toen Rabobank de mixfondsen van Robeco in zijn Rendemix-fondsen omwisselde voor indexfondsen van BlackRock. Onze inschatting is dat het aandeel passieve fondsen in portefeuilles van particuliere beleggers in het tweede kwartaal van 2011 zo'n 2% was en dat dit nu zo'n 6% is,' zegt Haak.

AF Advisors kijkt bij het bepalen van marktaandelen – anders dan BlackRock – zowel naar vrij belegd vermogen van particuliere beleggers als naar vermogen dat in beleggingshypotheek of -verzekeringen zit. In hypotheek en verzekeringen gebeurt volgens Haak nog heel weinig op passief gebied.

Iets wat door BlackRock bevestigd wordt. Hendriks: 'Kijk je naar unit linked en andere verzekeringsproducten, dan zijn daar wel stappen gezet, maar hebben wij inderdaad nog een lange weg te gaan. Eigenlijk gek. Met de woekerpolisaffaire in je achterhoofd, zou je verwachten dat de ontwikkelingen daar sneller zouden gaan.'

BARBARA NIEUWENHUIJSEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

BELEGGER IS SPEELBAL VAN ZIJN EIGEN EMOTIES

'VAN ALLEEN MAAR NAAR HET RENDEMENT STAREN, WORD JE NIET BETER'

Mensen zien zichzelf graag als rationeel handelende wezens, maar het tegendeel is het geval. Gedragseconomen proberen beleggers te leren hoe zij zich tegen zichzelf kunnen beschermen.

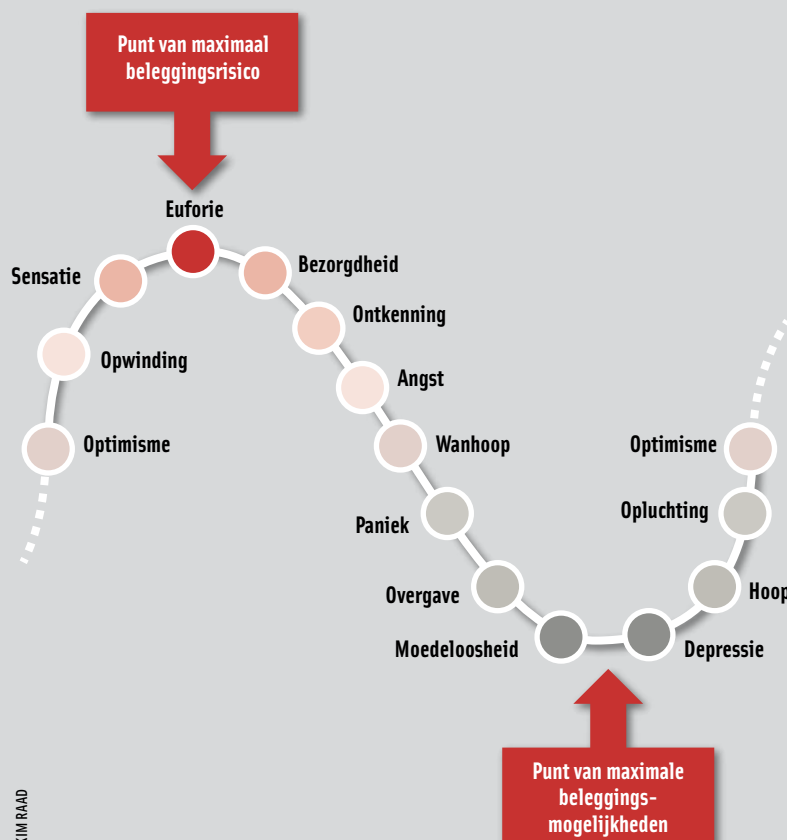
TEKST ANTON REIJINGA

Nu ze voor advies een gespecificeerde rekening krijgen, kiezen veel particuliere beleggers voor execution only. Maar wie geheel op eigen houtje beleggingsbeslissingen neemt, moet zich bewust zijn van de valkuilen die verscholen liggen in de menselijke natuur. Gedragseconomie, een vertaling van het Engelse 'behavioral economics', is een inmiddels populaire wetenschap die de rol van de psychologische processen in het nemen van economische beslissingen onderzoekt.

In zijn standaardwerk *Thinking Fast & Slow* legt Nobelprijswinnaar voor economie Daniel Kahneman uit dat het menselijk handelen op twee verschillende systemen terug te voeren is. Systeem 1 is het reactieve systeem van instincten, dat is gericht op overleven in de fysieke wereld. Het volgen van de kudde is een natuurlijke reactie die de mens als soort geholpen heeft. Systeem 2 is het rationele systeem, dat na wikken

De golfslag van de emotie

De belegger moet weten wanneer hij in- en uitstapt



GRAFIEK: KIM RAAD

en wegen via logisch denken tot een beredeneerd besluit leidt.

Mensen, beleggers in het bijzonder, geloven graag dat ze rationeel handelen. Dat is tevens de basis voor de moderne portefeuilletheorie, waarvoor Harry Markowitz in de jaren vijftig de basis legde, en de efficiënte-markthypothese, geformuleerd door Eugene Fama in de jaren zeventig. Ook zij ontvingen Nobelprijzen, Fama zelfs afgelopen jaar.

Kahneman nam echter tal van voorbeelden waar van niet-rationeel gedrag. Misschien zijn bekendste voorbeeld is dat van de taxichauffeur die elke dag rijdt tot hij zelf vindt dat hij genoeg heeft verdiend. Kahneman vroeg zich af waarom er niet meer taxis rijden als het regent en chauffeurs een dag vrij nemen als de zon schijnt. De gedragseconoom beschreef tal van anderen die niet-rationele economische beslissingen nemen.

BELEGGEN IS EEN TEGENNATUURLIJK PROCES; LOOP NIET IN, MAAR VOOR DE KUDDE UIT

Ook Robert Shiller kreeg vorig jaar, samen met Fama, een Nobelprijs. In zijn boek *Animal Spirits* (2009) benadrukt ook Shiller het kuddegedrag van beleggers, dat volgens hem telkens tot uiting komt in 'irrationele overdrijving' en bubbels die vervolgens uiteenspatten.

Vooringenomenheid

Instincten en vooringenomenheden zitten beleggers op diverse manieren in de weg. Door 'priming' – het maken van intuïtieve aannames en zelf aanvullen van informatie – hebben beleggers moeite tot dezelfde conclusie te komen als de informatie anders is geordend. Het omdraaien van vragen in een enquête kan tot volledig afwijkende uitkomsten leiden. Cognitieve dissonantie leidt ertoe dat beleggers voor waar aannemen wat goed voelt of wat in overeenstemming is met een geldende mening.

Misschien het meest schadelijk voor beleggers is de irrationele aversie tegen het nemen van verlies. Het is niet rationeel om snel genoeg te nemen met een paar euro winst en bij een paar euro verlies te blijven zitten in de hoop dat de prijs zal bijtrekken. Toch zal bijna iedere belegger dit herkennen.

Beleggen kan bijna gezien worden als een tegennatuurlijk proces, stelt gedragsconoom Paul Craven. Het is aangeleerd en rationeel en zoveel mogelijk ontdaan van emotie. Het geheim van een succesvolle manager is juist voor de kudde uit te lopen.

'Kan je ook opzettelijk verliezen?' vroeg Craven onlangs op het Robeco World Investment Forum aan een zaal vol professionele beleggers. 'Als het antwoord hierop "ja" is, heb je skill.'

De oud-werknemer van zakenbank Goldman Sachs vergelijkt het met sport en spel. Op een door hem getoonde sleet met spelen, uiteenlopend van schaken tot het pure kansspel roulette, staat beleggen ergens tussen een gokkast en een ijshockey puck.

Net als bij sport wordt een deel van de uitkomst bepaald door onzekere aan-



names en het spreekwoordelijke rollen van de bal, maar ook voor een deel door zaken als tactiek, aanleg en oefening, aldus Craven.

Weten door meten

Ook Simon Savage, risicomanager bij consultant GLG van MAN Group, ziet parallellen met sport. 'Het staren naar alleen het rendement of de uitkomst van de wedstrijd heeft nog nooit iemand beter gemaakt', aldus Savage op een bijeenkomst van de vereniging voor beleggingsprofessionals VBA.

Het gaat om het spelverloop, ofwel het moment in het beleggingsproces waarop de beslissingen worden genomen. Twee variabelen bepalen de uitkomst. De eerste is de succesratio, ofwel hoe vaak de belegger goed zit. De tweede is de winst-en-verliesratio, ofwel hoeveel winst resulteert uit een goede en hoeveel verlies uit een slechte beslissing.

Savage herinnert zich een manager van een Europese effectenportefeuille. Van 2008 tot en met 2010 ging het goed, maar in 2011 boekte hij ineens slechte resultaten. Nader bezien was de succesratio nog steeds prima, nabij twee op drie goede beslissingen. Echter, de winst-en-verliesratio was omgeslagen van boven naar onder de 1.

De sleutel lag in de periode waarover de posities werden aangehouden. 'Hij liet de verliezers lopen', vertelt Savage.

De risicomanager nodigde de portefeuillemanager uit voor een gesprek. 'Voorheen was dat als volgt verlopen: "Dank je, je bent ontslagen", grapt Savage. 'Maar nu ging het: "Ik heb goed nieuws voor je: je skill is intact."

Coaching

Vervolgens kreeg de portefeuillemanager een coach. Die hielp hem slechte posities sneller te sluiten en het verlies te accepteren. 'Het rendement kwam terug en 2012 was weer een goed jaar voor hem.'

Savage vindt het raar dat sporters alleen maar meer coaching krijgen naarmate ze beter worden, terwijl het onder beleggers blijkbaar wordt gezien als zwakte. Dit terwijl de belangen groter zijn. 'Bij sport gaat het om een hobby.'

Craven sluit zich hierbij aan. Hij heeft enkele directe tips voor beleggers. Speel advocaat van de duivel. Ga na of je iets doet wat neigt naar het achter de kudde aanlopen. Bedenk of de beslis-

'BELEGGEN IS GEEN EXACTE WETENSCHAP, MAAR JUIST OOK EEN BEETJE KUNST'

sing ingegeven is door impuls of door ratio. Beoordeel of de uitkomst meer afhangt van kans of van kunde. En schrijf op waarom je beslissingen neemt.

Dit laatste kan zeer behulpzaam zijn wanneer je later naar je portefeuille kijkt en je de vraag stelt: 'Zou ik dit nu aanschaffen?' Als het antwoord 'nee' is, kan je altijd opzoeken wat destijds de doorslag gaf en of dezelfde redenering vandaag de dag ook nog opgaat.

Praktijk

Even snel verlies als winst nemen, is volgens chieff investment officer Ivan Moen van fondshuis Optimix niet voor iedere belegger een goed idee en zou daarom niet als dogma moeten worden aangenomen. 'Het is beter om drie goede ideeën te hebben en je eraan te houden.'

Moen is van mening dat beleggen geen exacte wetenschap is en in zekere mate een kunst. De claim van concurrenten die zeggen in te zetten bij stijging en aan de kant te blijven bij daling, neemt hij met een flinke korrel zout. 'Als er een computersignaal zou zijn waarop ze "even uitstappen als het tegenzit", zouden ze geen reclame meer hoeven maken.'

De strateeg van Optimix kan zich vinden in de aanbevelingen van Craven. 'Je moet je ideeën durven uitdagen. Een reality check op zijn tijd is goed. Winnen betekent niet altijd dat je het beter wist. Je kan ook gelijk krijgen om de verkeerde reden.' Het uitschakelen van impulsen vindt Moen niet altijd verstandig. Als 'het model' dat iedereen van nature in zich heeft gevaar signaleert, kan het juist zinnig zijn hierop te reageren. Bij crisissituaties is snelheid immers geboden. 'Soms is intuïtief dan sneller.'

Gedragscononomie geeft interessante inzichten, maar uiteindelijk blijven er volgens Moen maar enkele vuistregels onbetwist overeind. Handel niet te veel en allocatie is belangrijker dan stockpicking. 'Deze tegeltjeswijsheden, waren er al voor behavioral finance' ■

ANTON REIJINGA IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

HIGH YIELD = NIET HIGH

Benchmarkers



Het aandelenrendement is in 2014 tot dusver positief, met uitzondering van Japan, dat op een verlies staat van 6,94%. Bij obligaties kunnen high yields de hoge verwachtingen niet waarmaken. De categorie blijft met 1,58% achter.

Asset classes

Aandelen, obligaties en valuta

MSCI AC World Index Daily Net	2.98%
JPM Global Aggregate Bond Index	3.90%
FTSE EPRA/NAREIT GIB TR	8.76%
S&P GSCI Index Spot Index	2.64%
USD-EUR X-RATE	-0.15%

Regio's

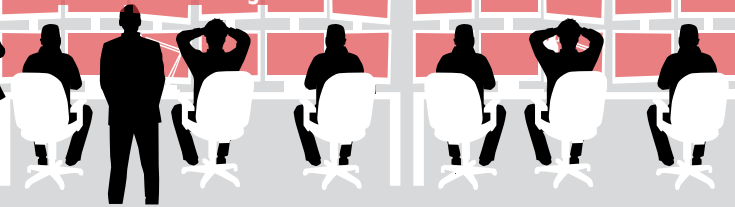
VS - Europa - Japan - Azië exclusief Japan - Opkomende markten

MSCI USA EUR	2.72%
MSCI EUROPE	3.83%
HSBC MSCI JAPAN INAV EUR	-6.94%
MSCI Asia Pac xJP Eur	2.17%
MSCI Emerging Markets Daily Ne	2.19%

Credits

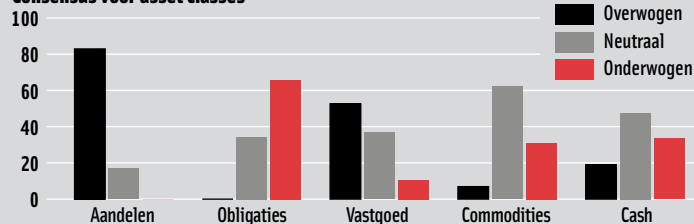
IBOXX OA PR	3.26%
IBOXX Global Inflation-Linked	4.27%
IBOXX CRP OA PR	2.47%
IBOXX Iboxx Eur High Yield Core Tmt	1.58%
JPMorgan EMBI Diversified	6.43%

Consensus aanbevelingen

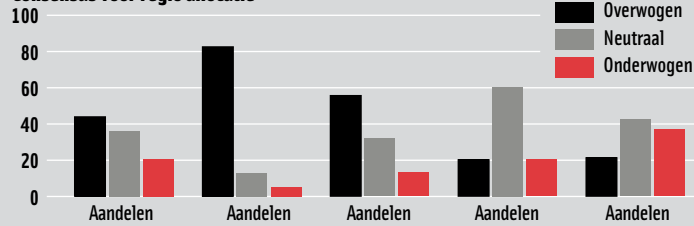


Afgelopen maand waren er twee wijzigingen op basis van de nieuwste opinies van 41 fondsenhuizen. Bij aandelen leidde dit tot een consensusopinie naar 'overwogen' voor opkomende markten. Binnen obligaties gaat de voorkeur duidelijk uit naar high yields, maar emerging market debt is nu aantrekkelijker dan bedrijfsobligaties. Hoewel staatsleningen het met 3,26% goed hebben gedaan, zijn er nog steeds negatieve aanpassingen voor dit papier.

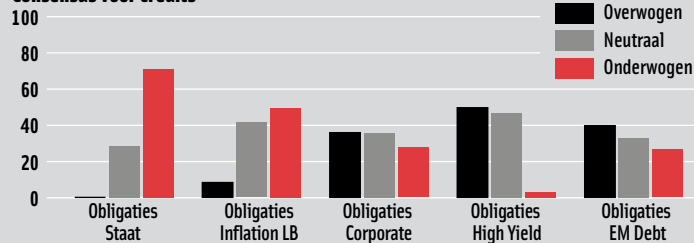
Consensus voor asset classes



Consensus voor regio allocatie

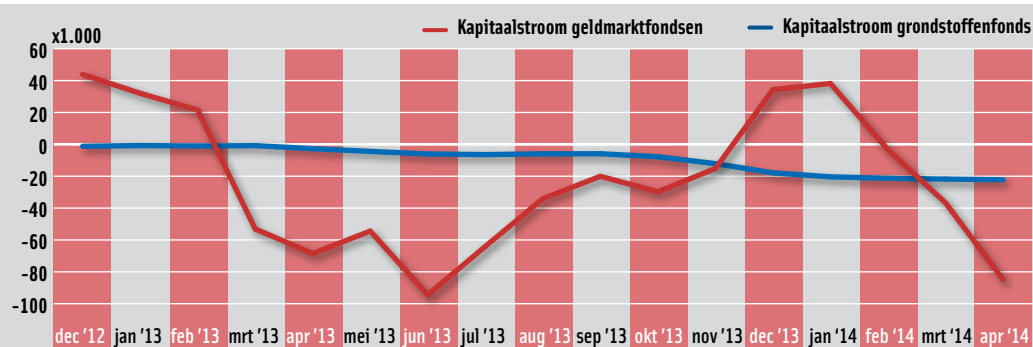


Consensus voor credits



Kapitaalstroom grondstoffen

Grondstoffen renderen goed, ondanks de lage inflatie (verwachtingen) en de verkoop van beleggingsfondsen. Geldmarktfondsen zijn uit de mode en worden massaal verkocht.



Bron: Alpha Research

ASSET-ALLOCATIEDASHBOARD

ZOEKTOCHT NAAR RENDEMENT GAAT DOOR

Dit jaar blijft het rendement van aandelen nog steeds achter bij dat van obligaties en dat is tegen alle verwachtingen in. De huidige economische groei en lage rente zijn positief voor alle beleggingscategorieën. Maar wanneer komt de omslag?

Het aandelenrendement voor 2014 is voor bijna alle regio's positief. Japan, waarover 55% van de asset-managers een positieve opinie heeft, is de hekkensluiter met -6,94%. Europa, dat als meest aantrekkelijke regio wordt gezien, voert dit jaar het regioklassement aan met +3,83%. De meest aantrekkelijk geachte obligatiecategorie, high yield, waarvoor 50% van de fondsenhuizen een 'overwogen' advies geeft, blijft met 1,58% achter bij alle andere obligatiecategorieën.

Afgelopen maand waren er twee wijzigingen op basis van de nieuwste opinies van 41 fondsenhuizen. Bij aandelen leidde dit tot een verhoging van de consensusopinie emerging markets naar 'overwogen'. De voorkeur binnen de obligaties gaat overduidelijk uit naar high yield, maar emerging market debt is nu aantrekkelijker dan bedrijfsobligaties.

Hoewel bijna niemand staatsleningen (+3,26%) en inflation linked bonds (+4,27%) op 'overwogen' heeft staan, zijn er nog steeds negatieve aanpassingen voor deze obligaties. De beide sub-asset classes scoren dit jaar binnen vastrentende waarden het beste.

Grondstoffen renderen goed en dat valt eigenlijk niet te rijmen met de lage inflatie (verwachtingen) en de verkoop van beleggingsfondsen. Bij de geldmarktfondsen is een rigoureuze omslag te zien sinds eind januari, met grote verkoopvolumes.

EELCO UBBELS IS OPRICHTER EN DIRECTEUR VAN ALPHA RESEARCH.



BELEGGINGSMIX STEEDS ALTERNATIEVER

NEDERLANDSE GROOTBANKEN ZIJN ALLERGISCH VOOR STAATSPAPIER

De grootbanken hebben dezelfde allocatiepuzzel op te lossen. Zij keren zich steeds meer af van veilige staatsobligaties en liquiditeiten om meer risicovolle alternatieven op te zoeken.

TEKST ANTON REIJINGA

Traditiegetrouw schudden de banken de beleggingsmix die ze klanten adviseren ieder nieuw kwartaal op. Fondsnieuws zet de modelportefeuilles voor klanten met een gemiddeld risicoprofiel op een rij.

'Cash levert zo weinig op' motiveert econoom en beleggingsstrateeg Ben Steinebach de aanpassingen in de wegenmatrix van private bank ABN Amro MeesPierson. In de modelportefeuille voor klanten met een gemengd profiel is daarom in april een deel van de aangehouden liquiditeiten omgezet in een verdubbeling van de weging naar vastgoed.

Het maakt nu 6% van de portefeuille uit, tegen eerder 3%. Toen de onzekerheid nog groot was, werd de positie liquiditeiten opgevoerd naar 13%, maar deze is inmiddels terug op 10%, al is dit is nog altijd meer dan het standaardgewicht.

Dankzij de stabiele stroom huurinkomsten wordt vastgoed vaak gezien als substituuat voor obligaties. Daarbij profiteert vastgoed van een opgaande economie als dit zich vertaalt in een stijgende marktwaarde voor gebouwen. Dit en het feit dat er doorgaans

Allocaties modelportefeuilles met gemiddeld risicoprofiel

	Rabobank		ING		ABN AMRO	
	Strategisch	Tactisch	Strategisch	Tactisch	Strategisch	Tactisch
Aandelen	45%	52,5%	50%	54%	30%	40%
Europa		+		-		+
Noord-Amerika		-		=		+
Pacific		+				+
EM		+		=		=
Vastgoedaandelen		=		-		
Obligaties	40%	35%	50%	46%	55%	37%
Staats		-		-		-
Bedrijfs		+		-		+
EMD		+		-		=
High yield		=		-		+
Alternatief	0%	0%	0%	0%	10%	13%
Vastgoed		=		-		+
Grondstoffen		=		-		=
Hedgefondsen		=		-		=
Liquiditeiten	15%	12,5%	0%	0%	5%	10%
Totaal	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Zakelijk/vastrentende waarden	0,82	1,11	1,00	1,17	0,67	1,13

Bron: Fondsnieuws

een opslag op de rente voor staatspapier geldt, zou vastgoed bovendien minder rentegevoelig maken.

Rabobank onderweegt liquiditeiten ten opzichte van de eigen strategische mix. En ING adviseert beleggers über-

haupt geen voor belegging beschikbare middelen in liquide vorm aan te houden.

Meer risico

De banken zijn verder eensgezind in hun afkeer van obligaties, en dan met name staatspapier van de landen die in tijden van crisis als 'veilige haven' worden gezien. Investment manager Simon Wiersma van ING wijst erop dat Amerikaanse en Duitse staatsobligaties recentelijk weer profiteerden van hun veilige status. Het rendement op de Duitse Bund kwam op 1,5%.

CONSENSUS IS OM IN DE STRATEGIE IN TE ZETTEN OP EEN HERSTEL VAN EUROPA

Naast bedrijfsobligaties, schulden van opkomende markten en hoogrentende obligaties, houdt ING een voorkeur voor obligaties uit de periferie. Ook al daalde het rendement op Zuid-Europees staatspapier nog harder dan dat op Noord-Europees, de huidige 3% steekt gunstig af 'ook als de obligatiekoersen niet veel verder stijgen'.

ABN Amro's Steinebach ziet een eventueel obligatieopkoopprogramma van de ECB, zelfs als het er komt, niet als een compensatie voor de afbouw van de stimulering door de Fed. Rabobank stelt dat nog maar een begin is gemaakt met de draai uit obligaties richting aandelen.

Aandelen worden door alle grootbanken overwogen. Zonder uitzondering adviseren ze vooral in te zetten op het herstel in Europa. ABN Amro en Rabobank beleggen meer in de Europese dan in de grotere Amerikaanse aandelenmarkt. ING zoekt de blootstelling aan vastgoed via een accent op aandelen in deze sector.

Het opschuiven van de banken naar meer risico komt ook tot uitdrukking in de verhouding van zakelijke waarden (zoals aandelen en vastgoed) tot vastrentende waarden (obligaties en liquiditeiten). Waar een verhouding onder de 1 als behoudend geldt, staat Rabobank op 1,11, zit ABN Amro op 1,13 en komt ING uit op 1,17. ■

ANTON REIJINGA IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.



Angus Steel

Delta Lloyd Azië Deelnemingen Fonds

‘Azië kansrijk voor deelnemingenstrategie’

‘Azië, dáár gebeurt het’, zoekt het al jaren rond in de financiële wereld. De risico’s zijn aanzienlijk, net als de mogelijke winsten. Delta Lloyd, dat al tien jaar ervaring heeft met deelnemingen beleggingen in Nederland en Europa, pakt nu in Azië mooie kansen. De deelnemingen beleggingsstrategie van Delta Lloyd werpt zijn vruchten af.

Om succesvol te beleggen in Azië is een bewezen beleggingsstrategie nodig in combinatie met lokale en culturele expertise; en dat is precies waar het bij deelnemingen beleggen om draait’, vertelt Angus Steel, hoofd van het deelnemingen beleggingsteam bij Delta Lloyd. ‘De lokale kennis die het team van het Delta Lloyd Azië Deelnemingen Fonds heeft opgebouwd, maakt dat we tot goede zaken kunnen komen.’

Lokale expertise

In 2010, nadat de deelnemingenfondsen in Nederland en Europa hun meerwaarde hadden aangetoond, begon Delta Lloyd uit te zien naar alternatieve markten voor het opzetten van een deelnemingen fonds buiten Europa. ‘We vonden in Azië een kansrijk universum met sterke, kleinere bedrijven.’

Het team van het Delta Lloyd Azië Deelnemingen Fonds heeft een kantoor in Hong Kong en bestaat uit medewerkers uit de regio met sterke Europese banden. ‘We hebben een fantastisch en gedreven team, dat een gedisciplineerde aanpak combineert met een sterke affiniteit voor lokale culturele gebruiken en gevoeligheden. Uiteraard


werken we nauw samen met de Europese en Nederlandse teams en dat zorgt voor synergie,’ aldus Steel.

Hechte relaties

Door veel tijd en aandacht te investeren in het doorgronden van de markt en de ondernemingen, is het team erin geslaagd sterke relaties op te bouwen met bedrijven in uiteenlopende bedrijfstakken. Steel: ‘Wij willen niet alleen de CEO en CFO spreken van een bedrijf, maar ook het middenkader op de productielocaties. Zo leren we een bedrijf van binnenuit kennen en die kennis betaalt zich uit. Die aanpak werkt goed in Europa, en we hebben nu ook in Azië diepgaande banden opgebouwd met de bedrijven waarin we investeren. Dat blijkt zeer waardevol en moeilijk te kopiëren.’

Herkenbare filosofie

Het inmiddels drie jaar oude Delta Lloyd Azië Deelnemingen Fonds werkt volgens een herkenbare filosofie. Steel: ‘We hebben een geconcentreerd portefeuille van circa 25 small cap ondernemingen en we nemen minimaal een belang van 5 procent in de bedrijven die wij interessant vinden. Dat zijn ondergewaardeerde



beursgenoteerde bedrijven met een goede winstverwachting. Door een aanzienlijk belang te nemen, bouwen we een hechte relatie op met het management. Die aanpak in een volatiele markt zorgde voor een onderscheidend jaarrendement van gemiddeld 5,4 procent in de eerste drie jaar. De fondsomvang is toegenomen tot ruim 200 miljoen euro.’ *

*cijfers tot en met 31-03-2014



"700 bedrijfs-
bezoeken aan
meer dan 400
ondernemingen"

Verscheidenheid aan sectoren

Azië is een grote vijver met aantrekkelijke small cap bedrijven met een stabiel en aantrekkelijk dividendrendement. Het Delta Lloyd Azië Deelnemingen Fonds belegt in de regio Asia/Pacific, in landen als China (vaste land, Hong Kong, Taiwan), Japan, Korea, Australië, Nieuw-Zeeland en Singapore. De ondernemingen in deze landen zijn veelal volwassen en hebben een goed langetermijn-trackrecord, zowel financieel als qua duurzaam concurrentievoordeel.

De portefeuille is niet alleen geografisch zeer gespreid, maar ook qua opgenomen sectoren. Industriebedrijven vormen bijna 40 procent en de materialenbranche is goed voor ruim 20 procent. Daarnaast zijn bedrijven opgenomen die duurzame consumptiegoederen produceren, technologiebedrijven en ondernemingen in de gezondheidszorg.

Om deze aantrekkelijk gewaardeerde kleinere bedrijven te vinden, heeft het team van vijf fondsmanagers de afgelopen drie jaar ruim 700 bedrijfsbezoeken aan meer dan 400 ondernemingen gebracht.

Onderwaardering

Uit diverse studies is gebleken dat small cap waarde aandelen het op de lange termijn beter doen dan de markt. Aziatische markten hebben recent een aantal sterk op- en neergaande beurscycli laten zien. De deelnemingen beleggingsstijl biedt houvast bij een dergelijke hoge volatiliteit. Dit vanwege de langetermijnvisie en de keuze voor ondernemingen die door de gehele cyclus heen goed presteren.

Bovendien investeert het Delta Lloyd Azië Deelnemingen Fonds alleen in bedrijven met een onderwaardering van meer dan 50 procent. Dit verschil tussen de werkelijke waarde en de beurskoers biedt extra bescherming tijdens een neergaande cyclus. 'We onderzoeken heel grondig de reden voor die onderwaardering en bekijken of de winstgevendheid in de toekomst behouden kan worden,' aldus Steel. 'Gedegen onderzoek en nauwe banden met het management geven ons het vertrouwen om te investeren.'

Uitstekende vooruitzichten

Stap voor stap nam het fonds 5-procentsbelangen in een aantal bedrijven en dat worden er steeds meer. De belangen die opgebouwd worden hebben een gezonde balans, solide cashflows en uitstekende vooruitzichten. 'We investeren in spelers die beschikken over minimaal 20 tot 30 procent marktaandeel. Zulke bedrijven spelen vaak een rol in industrieconsolidaties en bezitten een onderscheidend concurrentievoordeel. Van die bedrijven verwachten de fondsmanagers van Delta Lloyd dat de werkelijke waardering tot uitdrukking zal komen in de koers, en in de tussentijd ontvangen we een aantrekkelijk dividend,' zet Steel uiteen.

Angus Steel is bijzonder trots op wat het team in drie jaar tijd bereikt heeft in Azië. Ook Morningstar heeft het Delta Lloyd Azië Deelnemingen Fonds bij de eerste rating meteen gewaardeerd met 4 van de maximaal te behalen 5 sterren. Steel: 'Ik heb het volste vertrouwen in de toekomstige waardecreatie door de gedisciplineerde manier van deelnemingen beleggen in de regio.' ■

'CENTRALE BANKEN PLEGEN PURE DIEFSTAL'

BEURSCOMMENTATOR JIM MAULDIN VOORSPELT VERDOEMENIS OP MARKTEN

Het ergste van de crisis van de afgelopen zes jaar mag dan wel voorbij zijn, aan de schuldaccumulatie is beslist nog geen einde gekomen. Alleen innovatieve bedrijven en economische groei kunnen ons uit die impasse helpen. Beleggers moeten anticiperen op de staartrisico's van de crisis, stelt Mauldin.

TEKST CEES VAN LOTRINGEN

John Mauldin bevindt zich in goed gezelschap. Net als sterbelegger Jeremy Grantham en zelfbenoemde beleggingsgoeroes als Marc Faber en Jim Rogers voorspelt hij een armageddon van het financiële stelsel, veroorzaakt door de wereldwijde opeenhoping van schulden. De Amerikaanse beurs- en marktcommentator heeft met die onheilsprofetie veel succes: zijn nieuwsbrief 'Thoughts from the Frontline' wordt door meer dan 1 miljoen beleggers in de wereld afgenomen.

Toch blijkt de in Dallas, Texas, woonachtige John Mauldin bij nadere kennismaking geen typische 'bear' te zijn. Hij ziet veel kansen in de verstoorde wereld waarin we thans leven. Ijkpunt daarbij moet het overheidsbeleid zijn, dat massieve, ongekende problemen schept voor de toekomst.

Mauldin schreef daarover de laatste jaren bestsellers als *Endgame: The End of the Debt Supercycle and How*

it Ends en Code Red. Zijn belangrijkste kritiekpunt is dat centrale bankiers onbezonnen beleid voeren en dat economen geen notie hebben waar dit beleid toe zal leiden.

'Tapering werd tijd'

'Je kunt wel zeggen dat het monetaire beleid je als burger niet interesseert, maar het zal een grote invloed hebben op de vraag of je wel of niet comfortabel met pensioen kan, of je de studie van je kinderen kan financieren en of je nog wel in staat bent je huis te financieren,' zegt Mauldin tijdens een gesprek aan de Zuidas in Amsterdam.

De beurscommentator stelt dat het beleid van financiële repressie nu al zijn sporen en littekens trekt: spaar-

'PIKETTY IS EEN MARXIST. DE DATA ZIJN GOED, DE INTERPRETATIE ERVAN DEUGT NIET'



FOTO: JOHN MAULDIN - DOOR: SIMON KNAPPSTEIN

ders, die geleerd is dat ze geld opzij moeten leggen voor later, worden hard geraakt door de bewust laag gehouden rentetarieven en teren zelfs in op hun vermogens. Of ze worden gedwongen meer risico te nemen dan ze lief is. 'Dat is pure diefstal,' zegt de arbeiderszoon, die zijn afkomst nooit zal verloochenen.

Mauldin vindt dat de Amerikaanse Federal Reserve er goed aan heeft gedaan om eind 2008, begin 2009 liquiditeit in de markt te pompen, maar het heeft volgens hem veel te lang geduurd, waardoor de patiënten (i.c. de markten) verslaafd zijn geraakt. Mauldin juicht de afbouw van het kwantitatieve verruimingsbeleid (tapering) toe, maar de maatschappelijke schade is al veroorzaakt: Wall Street heeft aan het Fed-beleid veel verdiend, terwijl 'Main Street' – ofwel de gewone man, met wie hij zich identificeert – er vermogensschade door heeft geleden.

Dat brengt het gesprek op Thomas Piketty, de Fransman die met zijn boek *Capital* furore maakt en vooral de inkomensongelijkheid in de Verenigde Staten op de korrel neemt. Mauldin reageert fel op Piketty. 'Hij is een marxist. Piketty is een groot data-onderzoeker, maar de interpretatie van die data deugt van geen kanten.'

Megacrisis Japan

Volgens Mauldin zal de trend naar inkomensongelijkheid niet gekeerd worden. Integendeel, de combinatie van globalisering en snelle technologische vooruitgang maakt dat de inkomensverschillen alleen maar toenemen. 'Er zijn nu mensen die \$ 80 mrd aan vermogen hebben, zoals Bill Gates, Warren Buffett, Carlos Slim. Maar over pakweg vijftig jaar zal er iemand zijn die een technologische standaard voor de wereld zet en de grens van \$ 1.000 mrd aan vermogen zal passeren.'

Volgens Mauldin is er op dit moment sprake van een wedloop van

destructie versus creatie. De destructieve kracht gaat volgens hem uit van overheden die alsmaar meer schulden maken, terwijl de creatieve kracht van bedrijven komt, die voor ongekende technologische vernieuwing zorgen.

Het is volgens Mauldin een wedloop omdat aan de supercyclus van schuldaccumulatie door overheden een einde komt. De reden daarvoor is dat er een grens is aan wat overheden op de kapitaalmarkt kunnen lenen. Meest in het oog springende voorbeeld daarvan is Japan, waar de centrale bank alle staatsobligaties zelf moet opkopen omdat de secundaire markt feitelijk niet meer bestaat. Mauldin denkt niet dat het kwantitatieve beleid in Japan gaat werken en vreest dat valuta- en kapitaalcontroles onvermijdelijk zijn.

Onhoudbare markten

Het zijn volgens hem 'onhoudbare' markten, zoals hij ook zijn twijfels heeft over China, waar de overheid de kredietkraan juist dichtdraait en banken en bedrijven in nood komen, en over Europa, waar hij een uiteenvallen van de eurozone op termijn niet uitsluit. En zo komt hij weer terug bij de Verenigde Staten, die volgens hem hun 'silver bullit' vershoten hebben en nu niet meer over effectieve instrumenten beschikken als in Japan, China of Europa een diepe crisis uitbreekt.

Het antwoord op 'onhoudbare' markten moeten volgens Mauldin beleggingen in houdbare sectoren en producten zijn. Hij denkt daarbij aan

**'VOOR BELEGGEN
IN EEN INDEX VIA
TRACKERS GELDT
"GOEDKOOP IS
DUURKOOP"'**

energie, voedsel, technologische verandering en aan het vermogen van mensen zich aan de veranderende ontwikkelingen aan te passen. En ook gelooft hij in goud. 'Daar koop ik iedere maand iets van bij. Het is mijn levensverzekering tegen het onverantwoorde beleid van de centrale banken. Als het namelijk misgaat, dan biedt goud een belangrijke bescherming. En als het toch nog allemaal goed komt, dan verlies ik misschien op mijn goudpositie, maar dat vind ik niet erg. Want dat wordt dan door de andere beleggingen gecompenseerd.'

Daarnaast raadt Mauldin beleggers met grote vastberadenheid af in indices te beleggen. 'Goedkoop is duurkoop. Je kunt op de kosten letten om zo een hoger rendement te bereiken. Dat is heel legitiem, maar besef wel: dit jaar gaan 25 bedrijven uit de S&P, volgend jaar ook, en daarna zal dit proces zich exponentieel versnellen met ten minste één bedrijf per week dat uit de index wordt geschrapt. Dat betekent dat je als indexbelegger ook de verliezers koopt.'

Mauldin ziet in dat verband maar één adequate beleggingsstrategie, namelijk waardebeleggen. 'Een belegger heeft tijd en waarom gebruik je die tijd niet optimaal door te kijken waar en op welk moment je de meeste waarde kan krijgen. Dat verlangt geduld en veel studie.'

Over de toekomst is Mauldin allerm minst pessimistisch, tenminste als het om de VS gaat. 'Omstreeks 1998 schreef ik minder enthousiast over aandelen en dat klopte want we kwamen inderdaad in een "secular bear market" terecht. Dat vonden veel van mijn lezers negatief, maar dat is niet zo vreemd. De cycli duren gemiddeld zeventien jaar, zodat ik nu juist weer bullish word. We zullen tussentijds nog wel een correctie krijgen, maar we zullen beslist niet op het koersniveau van dit moment eindigen.' ■

CEES VAN LOTRINGEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

FEDERAL RESERVE ONDER DE LOEP

'EXTREEM RISKANT'

John Mauldin citeert in een recent interview met Guru Focus de voormalige Amerikaanse hoofdeconoom van de Bank voor Internationale Betalingen (BIS), Bill White. Mauldin verwijst naar een interview van White met de Zwitserse krant *Finanz und Wirtschaft*. Daarin zegt White dat er sprake is van vergelijkbare bubbels in de aandelenmarkten als in 2007. De Amerikaan verklaart dat risico uit de uitzonderlijk losse monetaire politiek van centrale banken. 'De eerlijkheid gebiedt mij te zeggen dat ik dit nog nooit heb meege maakt. Zelfs tijdens de Grote Depressie van de jaren dertig was het monetaire beleid niet zo losjes. En als je kijkt naar de details van wat de centrale banken doen, dan is het allemaal zeer experimenteel.' White zegt over het beleid van centrale banken: zij reageerden goed op de Lehman-crisis door de basisfunctie van het systeem intact te houden. White: 'Dat was een voorbeeld van goed crisismanagement. Maar ik heb altijd een onderscheid gemaakt tussen crisispreventie, crisismanagement en de oplossing van crises. De Federal Reserve zit echter nog steeds in een positie van crisismanagement, terwijl we nu al weer zes jaar verder zijn. Ze doen precies hetzelfde als ze zes jaar geleden deden. Ze doen zelfs meer dan toen. Dat wijst erop dat er fundamenteel iets fout is in hun beleid. De motivatie van de Fed is nu ook anders. Eerst probeerden ze de markten weer op gang te krijgen, nu drijven ze de prijzen van assets bewust op. Het doel is dat mensen zich rijker voelen, ze meer te laten consumeren. Maar eerlijk gezegd denk ik niet dat het werkt. Het is volgens mij zelfs extreem gevaarlijk.'

RISICO-ALLOCATIE IS IN DE PRAKTIJK LASTIG

BANKEN GEBRUIKEN RISICOFACTOREN WEL, MAAR COMMUNICEREN HET NIET

Het opbouwen van beleggingsportefeuilles met de risico's als uitgangspunt: is dat ook mogelijk voor de particuliere belegger?

TEKST MIRANDA SCHOUTSEN

Een goede diversificatie binnen de beleggingsportefeuille, wat betekent dat eigenlijk? Volgens nieuwe inzichten betekent het verdelen van het vermogen over verschillende beleggingscategorieën niet automatisch dat een portefeuille goed gespreid is. Een traditionele verdeling over bijvoorbeeld aandelen, staatsobligaties, bedrijfsobligaties, grondstoffen en vastgoed is weliswaar praktisch en begrijpelijk maar het hoeft niets te zeggen over de onderliggende risico's in de portefeuille.

Verschiedende beleggingsinstrumenten kunnen gevoelig zijn voor dezelfde risicofactoren waardoor portefeuilles bij bepaalde economische scenario's flinke verliezen kunnen boeken. Een portefeuilleconstructie met niet de assets als uitgangspunt maar een efficiënte verdeling van kapitaal over laag gecorreleerde risicofactoren, zoals bijvoorbeeld renterisico, inflatierisico, kredietrisico, aandelenrisico en

valutarisico, lijkt daarom doeltreffender. Aansluitend bij deze risicoallocatie kan vervolgens de best passende asset-allocatie worden gekozen.

Institutionele beleggers als pensioenfondsen zijn druk aan de slag om de portefeuilleconstructie op deze wijze vorm te geven. En als grote professionele partijen ergens de voordelen van zien, rijst al snel de vraag: is dit ook mogelijk voor particuliere beleggers die hun vermogen laten beheren bij een bank?

Risicocontributie

Dat is makkelijker gezegd, dan gedaan. Er wordt zeker over gesproken in de sector, zegt Rogier van Heyningen van Lombard Odier. 'Maar mijn indruk is dat weinig banken al iets dergelijks aanbieden.' Ook Lombard Odier biedt

'WEINIG BANKEN VERDELEN HET KAPITAAL LANGS DE LIJNEN VAN DE RISICO'S'



FOTO: LARS DIJKSTRA, DOOR BINH TRAN

dit type maatwerk op het gebied van allocatie alleen aan instituten. Voor particulieren kan het de portefeuille wel zo inrichten dat de precieze kapitaalverdeling over de verschillende beleggingscategorieën wordt bepaald op basis van een gelijke risicocontributie, ook wel 'risk parity' genoemd. Het risico wordt gelijk verdeeld over de verschillende categorieën en de daadwerkelijke kapitaalallocatie is daar een afgeleide van. Van Heyningen: 'Daarmee is het mogelijk de risico's in de portefeuille sterk te verminderen terwijl je een redelijke verwachte performance houdt.'

Een inventarisatie bij andere banken bevestigt het beeld dat er de afgelopen jaren wel steeds meer aandacht is gekomen voor de onderliggende risicofactoren maar dat de beleggingscategorieën zelf nog het uitgangspunt zijn bij de portefeuilleopbouw. Voor banken die theoretische geïdentificeerde risicopremies willen vertalen in efficiënt ingerichte portefeuille voor de particulier is het best een worsteling om dit concept in de praktijk handen en voeten te geven. Al is het maar omdat het toch gaat om een soort van maatwerk waarbij particuliere portefeuilles per definitie een stuk kleiner van omvang zijn dan die van instituten. Het is de vraag of banken de capaciteit daarvoor in huis hebben.

Onzin, het is een misverstand dat 'factorbeleggen' altijd maatwerk moet zijn, zegt Lars Dijkstra van Kempen daarover. Omdat banken met modelportefeuilles werken, kunnen ze risicofactoren prima toepassen bij de constructie. 'Alleen bij de klantcommunicatie vallen we noodgedwongen terug op kapitaalallocatie. Wij gebruiken juist wel de institutionele technieken van Kempen voor de particuliere klanten van Van Lanschot, maar kiezen er voor om zo niet te communiceren.'

Ook Bob Homan van ING noemt dat als belangrijk argument om voor kapitaalallocatie te kiezen. 'Wij werken met de traditionele beleggings-

profielen,' vertelt hij. Ook al zou implementatie van risico-allocatie volgens hem prima mogelijk zijn met de huidige stand van de techniek. 'Of je het nu hebt over asset allocatie of risico-allocatie, uiteindelijk is de uitkomst hetzelfde. Je moet ook aansluiten bij wat de klant begrijpt.'

En Dick van Ommeren van ABN Amro sluit zich daar eveneens bij aan. Hij meent dat factorbeleggen niet de heilige graal is. 'Kunnen deze methodes voorkomen dat we bij een nieuwe financiële crisis verliezen incasseren? Nee, het kan niet garanderen dat je in alle situaties een heel stabiele portefeuille krijgt.' En daar wil hij graag nog een kanttekening bij plaatsen. 'Risico is ook niet constant in de tijd. Vlak voor de crisis waren de risicopremies zo interessant dat bij een portefeuille op basis van risicofactoren de verleiding veel te groot was geweest om te grote risico's op te bouwen.'

Inkomensdoelstelling

Als je met een particuliere klant spreekt dan is het belangrijkste risico dat ze hun inkomens- of vermogensdoelstelling op de lange termijn niet halen, benadrukken de verschillende bankiers. Al betekent dat niet dat bij de banken intern de onderliggende risicofactoren in de portefeuille niet nauwlettend in de gaten worden gehouden.

Bij ABN Amro gebruikt men de factormodellen voor analyses over het effect van bepaalde beslissingen op het totale risico in de portefeuille, vertelt Van Ommeren. 'De adviseur weet precies welke risicofactoren in welke

mate aanwezig zijn in de portefeuille.' Ook het uitwerken van verschillende scenario's geschiedt op het niveau van risicofactoren. Daarnaast kunnen factormodellen proactief gebruikt worden om klanten te bewegen de portefeuille breder te diversifiëren als dat nodig is. 'Kijk, uw portefeuille lijkt goed gespreid maar is wel erg rentegevoelig. Dan kunnen we per instrument het onderliggende risico tonen.'

Voor Homan van ING is dat laatste ook de belangrijkste toegevoegde waarde van het kijken naar de onderliggende risicofactoren. 'Er wordt voorkomen dat je risico's gaat stapelen.' Bijvoorbeeld dat bij een opgaande markt tegelijkertijd met verschillende instrumenten het bedrijfsrisico wordt opgeschroefd, zowel het aandelenrisico en het kredietrisico, en ook overweging in aandelen met een hoge bèta bestaat. 'Als de markt dan even tegenzit, krijg je een enorme klap.'

Ook zorgt de toegenomen risico-transparantie voor een beter handelingsperspectief, vindt Homan. 'Het renterisico in de portefeuille wordt constant berekend. Wat gebeurt er als de rente een half procent omhoog gaat. High yield heeft daar bijvoorbeeld in de praktijk vaak meer last van dan je op basis van duratie zou mogen verwachten. De rente gaat niet alleen omhoog maar ook de spread.' Goede risicomonitoring voorkomt ook verrassingen als de markt omslaat. 'Dat je niet achteraf concludeert dat het renterisico in de portefeuille al met al te hoog is.'

Risicopremies

'Bij de portefeuilleconstructie kijken wij wel hoe we de risicopremies kunnen uitruilen. Waar zijn ze het goedkoopst? Aandelen, hoogrentend en emergent markets debt zijn categorieën met vergelijkbare blootstelling aan risicofactoren. De verwachte risicopremies daarop, en de waarderingen, bepalen de kapitaalallocatie naar die categorieën.'

IN HET KORT

RISICOPREMIES EN RISICOFACTOREN, WAT HOUDT HET OOK ALWEER IN?

Rendement kan worden opgesplitst en worden toebedeeld aan risicofactoren. Blootstelling aan die risicofactoren moet worden beloond met een risicopremie oftewel extra rendement, anders wil een belegger het risico niet lopen. Een risicofactor kan worden gezien als een geïsoleerde en niet-gecorrleerde bron van rendement. Naast systematische risicopremies als bijvoorbeeld aandelenrisico, kredietrisico, renterisico en inflatierisico zijn er verschillende anomalieën geïdentificeerd in de markt waarop volgens sommige beleggers een risicopremie te behalen valt. Denk dan aan factoren als small cap ofwel size, value, momentum en lage volatiliteit.

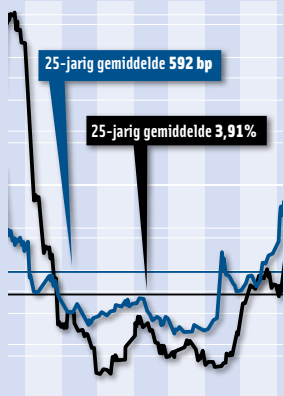
'Risicopremies zijn niet constant in de tijd,' voegt Dijkstra eraan toe. 'Of je nu kiest voor kapitaalallocatie of risico-allocatie, er is een dynamisch beleid nodig waarbij je altijd naar de waarderingen moet kijken.' Dat betekent wel dat brede bandbreedtes nodig zijn om tussen de categorieën te kunnen schuiven. 'Zo kan het zijn dat we de aandelenpremie in aandelen te duur vinden maar in high yield nog aantrekkelijk. Dan wil je die ruil kunnen maken binnen het vastgestelde risicoprofiel.'

Ook bij ING wordt op deze manier binnen vooraf bepaalde bandbreedtes geschoven. Alle subcategorieën binnen aandelen en obligaties zoals bijvoorbeeld credits en high yield hebben veel overlap qua onderliggende risicofactoren. 'In een neutrale portefeuille valt een verdeling 60% aandelen en 40% obligaties binnen een veilige marge,' legt Homan uit. 'Maar wanneer we dan high yield in de portefeuille opnemen, houden we wel in de gaten dat we niet de 60% aandelenachtige blootstelling te boven gaan.' ■

MIRANDA SCHOOTSEN IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.

'JE MOET BIJ DE COMMUNICATIE AANSLUITEN BIJ WAT DE KLANT BEGRIJPT'

THEMA: OBLIGATIEBELEGGEN



HIGH YIELD IN TREK

Hoogrentende bedrijfsobligaties mogen zich in brede belangstelling verheugen. Grootste zorg is niet de rente, maar de liquiditeit.

PAGINA 26-27



DE LOKROEP VAN ANDERS

Nu de rente op staatsobligaties laag blijft, zoeken beleggers naar alternatieven: convertibles, hypotheekobligaties en ABS.

PAGINA 28-29

EN VERDER

FN UNIVERSE EM DEBT

Schuld papier van opkomende landen vindt weer beleggers.

PAGINA 31

RENDEMENT VIND JE VER VAN HUIS

Al vier jaar horen obligatiebeleggers dat de rente gaat stijgen. Inmiddels hebben ze ermee leren leven dat deze voorspelling maar niet uitkomt. Het rendement wordt nu buiten de comfort zone gezocht.

TEKST FRANK VAN ALPHEN

De voorspelling dat de rente eens omhoog zal gaan, is een mantra geworden die steeds minder invloed heeft op de markt voor staatsleningen. 'Neem begin dit jaar,' zegt Gerard Moerman, hoofd Rates and Money Markets van Aegon Asset Management. 'Over twee zaken was vrijwel iedereen het eens: de rente gaat oplopen en de leningen van perifere landen worden aantrekkelijker.'

'We hebben beide veronderstellingen geanalyseerd en kwamen tot de conclusie dat landen als Spanje en Ierland inderdaad betere perspectieven



hebben, zoals we al eerder hadden vastgesteld. Maar we vonden geen overtuigende argumenten voor een rentestijging,' aldus Moerman, die onder meer het Aegon European Bond Fund onder zijn hoede heeft.

Volgens Moerman wordt de rente gedreven door tegenstrijdige bewegingen. 'In Europa zien we lage inflatie en lage economische groei. Daar hoort een laag rentepercentage bij. In de VS is juist sprake van voorzichtig economisch

'DE RENTE WORDT GEDREVEN DOOR TEGENSTRIJDIGE ECONOMISCHE ONTWIKKELINGEN'

herstel en wellicht een minder ruimhartig monetair beleid. Die kunnen aanleiding zijn voor een rentestijging. Deze ontwikkelingen houden elkaar vrijwel zeker tot eind van het jaar in evenwicht, aldus Moerman, die al sinds 2012 overtuigd is van een gelijkblijvende rente.

Rentestijgingen als gevolg van politieke spanningen en de draai naar veiliger beleggingen karakteriseren obligatiekenners niet als structureel. Moerman: 'Het is goed denkbaar dat we nog zo'n tijdelijke stijging krijgen zoals eind vorig jaar, maar zolang de ECB de tarieven niet verhoogt, zal de rente na verloop van tijd weer terugvallen naar het huidige niveau.'

Perifere landen

Moerman constateert grote verschillen tussen perifere landen. Spanje heeft volgens hem een begin gemaakt met de aanpak van de arbeidsmarkt, terwijl de hervormingen in Italië verzanden in regeringswisselingen. 'In Spanje zijn de arbeidskosten per eenheid product gedaald. Dat toont aan dat er echt iets ten goede is veranderd.'

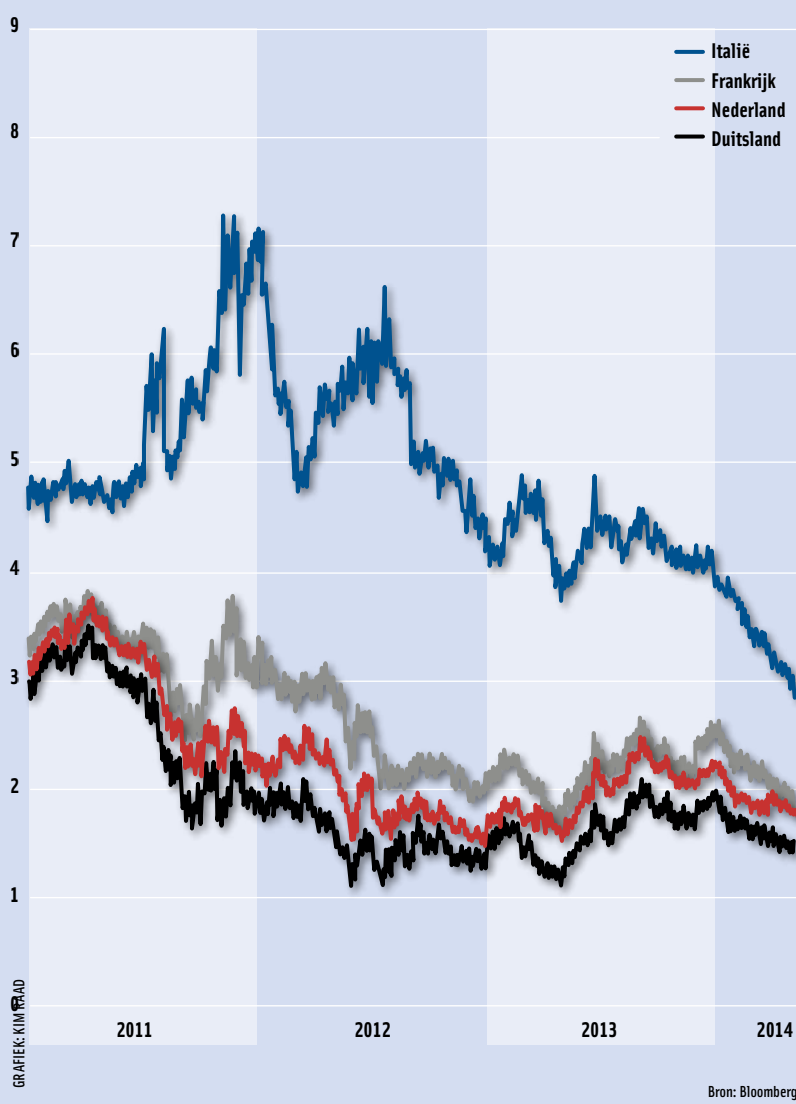
Ondanks de twijfels over Italië is het een van de grootste beleggingen van het Aegon-fonds. Het fonds heeft ruim 19% van het vermogen uitgeleend aan Italië, net iets minder dan aan de Spaanse regering. De verklaring is dat Italië een zwaar gewicht heeft in de benchmark die het fonds volgt. 'Onze voorzichtigheid in Italië blijkt uit de looptijd. We kiezen voor kortlopende obligaties, die zijn minder gevoelig voor rentebewegingen.'

De afgelopen maanden was de verdere daling van de rente op euroleningen van perifere landen een geschenk uit de hemel voor beleggers die dit schuld papier al in bezit hadden. De indices voor Europese staatsobligaties stegen met ruim 5%, terwijl aandelen nauwelijks van hun plaats kwamen.

Lang niet alle obligatiefondsen konden meeliften op het succes van de

Het ergste lijkt in deze eurocrisis voorbij

Yield op tienjarige staatsobligaties: Duitse Bund ten opzichte van de rest



voormalige probleemlanden uit de eurozone. 'Wij wijken flink af van de benchmark' zegt Sandor Steverink, fondsbeheerder bij Delta Lloyd Asset Management. 'Het Delta Lloyd Euro Bond CD-fonds steekt niet meer dan 5% in een land met een rating van single A of lager. Dat wil zeggen dat we veel minder in Italië zitten dan traditionele fondsen. Als die de standaardbenchmark volgen, zit een kwart van hun geld in Italiaanse leningen. Dat concentratierisico vinden we te groot en strookt niet met de verwachting van de klant. Die verwacht bij staats-

obligaties een beperkt risico.'

De eigenzinnige beleggingsstijl van Delta Lloyd Asset Management, dat ook het vermogen van de verzekeraar beheert, was de afgelopen anderhalf

'WE ZIEN DE WERELD - VAN QATAR TOT MEXICO - ALS EEN JACHTVELD'

jaar minder succesvol. Juist Italië en Spanje deden het goed. 'Daar heeft het fonds van geprofiteerd, maar we konden met ons beperkt risicoprofiel onmogelijk de benchmark bijhouden. Op de langere termijn doen we het wel beter dan de benchmark met een lager risico,' stelt Steverink.

De verdeling van het vermogen over meer landen dwingt Steverink verder te kijken dan de eurozone. 'We zijn overwogen in Oost-Europese leningen. Die geven een iets hogere rente, terwijl het om kredietwaardige landen gaat, zoals Polen, Tsjechië en Slovenië.'

Steverink ziet de wereld als zijn jachtveld en belegt van Qatar tot Mexico. 'De benchmark is voor ons meer de maatstaf voor het risico. In de praktijk kunnen we in zo'n zeventig landen beleggen. We gaan bij de kredietwaardigheid meestal niet lager dan triple B. Landen zoals Marokko, Brazilië, Zuid-Afrika en Indonesië hebben die status, maar zitten pas in de portefeuille als we de kredietwaardigheid zelf ook goed vinden.'

Volgens Steverink is het de kunst de juiste euro- of dollarleningen van die staten te vinden. 'We hebben contact met het ministerie van Financiën. Maar die houden meestal een reclamepraatje voor hun obligaties. We bestuderen rapporten van kredietbeoordelaars en soms reizen onze analisten af naar de staten waarin we beleggen. We willen ook weten wat de taxichauffeur te vertellen heeft.'

Omdat er over leningen van deze landen minder bekend is, moeten beleggers alert zijn op addertjes onder het gras. Steverink: 'We pluizen die leningen helemaal uit. We letten bijvoorbeeld scherp op de garantiestructuur. Is de staatsgarantie impliciet of expliciet? Zo werd bijvoorbeeld in Griekenland destijds bij de haircut een onderscheid gemaakt tussen obligaties onder Grieks en onder Brits recht.' ■

FRANK VAN ALPHEN IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.

INDEXPRODUCTEN VERDIENEN EEN VASTE POSITIE IN ELKE BELEGGINGSPORTEFEUILLE.



Eye
on
index
investing

De grootste aanbieders van ETF's en indexproducten in Nederland kwamen 8 mei bij elkaar tijdens Eye on index investing. Op deze eerste editie spraken zij over hun visie rondom indexbeleggen.

INDEXBELEGGEN IS SAAI

"Actief beleggen lijkt spannend, maar misschien niet altijd het beste voor de klant", zegt Edwin Mars (SSgA). "Je kunt het net zo actief maken als je wilt. Je kan verschillende indices volgen en switchen tussen verschillende producten. Je hebt altijd de keuze of je wilt blijven zitten, of een portefeuille wil maken van verschillende indices." Gert-Jan Verhagen (iShares) is het daar mee eens: "Er zijn er zoveel activiteiten die nodig zijn om een goed indexproduct te maken, dat passief beleggen niet de juiste term is voor indexbeleggen."

ACTIEF BELEGGEN IS PASSÉ

Philippe Roset (ETF Securities) is van mening dat de tussenvorm verdwijnt, dus de belegger moet een keuze maken tussen een indexproduct of een echte actieve manager. Martijn Rozemuller (Think ETF's): "Zoals het de afgelopen tien jaar gegaan is, kunnen we nu inderdaad wel passé noemen. Zodra je als actieve manager geen duidelijke visie hebt, een afwijkende stelling inneemt, dan heb je in deze markt niets meer te zoeken. Te dicht bij de index blijven en wel actieve fee vragen is voorbij."



DE KLANT ZIET DE TOEGEVOEGDE WAARDE VAN EEN ADVISEUR NIET MEER ALS DE KLANTPORTEFEUILLE OVERWEGEND UIT INDEXPRODUCTEN BESTAAT

Koen Hoogenhout (Vanguard) kan zich dit wel voorstellen: "Een portefeuille met alleen indexproducten kan eenvoudig lijken; de adviseur speelt echter een zeer belangrijke rol, niet alleen in de samenstelling van de portefeuille maar ook in het zorgen dat de doelen van de belegger duidelijk zijn, de kosten onder controle blijven en de belegger gedisciplineerd blijft op de langere termijn." Edwin Mars is het daar niet mee eens. "De adviseur moet zich inspannen om toegevoegde waarde te leveren, dus mijn kennis zal beter moeten zijn dan degene die ik adviseer. Zorg dat je meer weet, dan heb je wel degelijk toegevoegde waarde als adviseur."

INDEXBELEGGEN IS GEGARANDEERDE UNDERPERFORMANCE

"Indexbeleggen is meestal onder de benchmark, maar er zijn situaties waar je het hetzelfde of beter doet dan de benchmark," aldus Gert-Jan Verhagen. "Soms kun je door optimaliseren de kosten helemaal compenseren. Fiscale- en *securities lending* componenten kunnen zo worden ingericht dat ze toch de benchmark verslaan." Martijn Rozemuller gaat hier verder op in: "Een onbedoeld effect van de gekozen (afwijkende) strategie kan zijn dat je het beter doet dan de referentie index omdat deze misschien net anders geconstrueerd is." Martijn geeft de voorkeur aan een manager die zo dicht mogelijk bij de index blijft, dan een kans op af en toe een afwijking, die afwijking kan namelijk ook negatief zijn." Edwin Mars vindt dat je dit breder moet trekken: "Ook al komt het voor dat je het product een klein beetje vervormt, het gaat er uiteindelijk om dat je beleggingen goed renderen en dat je op een kosten-efficiënte manier een positief rendement neerzet."

INTRADAY LIQUIDITEIT IS BELANGRIJK

Gert-Jan Verhagen haakt hier onmiddellijk op in: "Als je een beleggingsbeslissing hebt genomen, kun je direct een positie innemen. Bovendien, nog veel belangrijker, je kunt op elk moment van de dag met ieder bedrag uit de markt stappen. Daarom zijn ETF's zo populair in Amerika." Martijn Rozemuller vindt timing net zo belangrijk en heeft daar nog wat aan toe te voegen. "Als je kunt kiezen tussen op de close handelen of intraday, dan is die keuze toch eenvoudig?" Volgens Martijn heeft dit alleen maar voordelen en zou je gebruik moeten maken van beide. Philippe Roset vindt dat flexibiliteit ook belangrijk is. Hij neemt als bijvoorbeeld fysiek



goud. “In geval van bijvoorbeeld een dreigende oorlog willen mensen toch een bepaalde positie innemen, intraday liquiditeit geeft je de mogelijkheid snel te handelen.” Koen Hoogenhout: “Wij hebben geen voorkeur voor een bepaalde vorm. Als je tegen lagere kosten een ETF of een indexfonds kan kopen dan is dat wat ons betreft belangrijker, dan dat je er meteen uit wilt stappen. Want als iedereen direct uit de markt wilt stappen, tegen welke prijs doe je dat dan?”

KIES VOOR EEN NEDERLANDS PRODUCT, DAT VOORKOMT DIVIDENDLEKKAGE

“Als je via een buitenlandse entiteit belegt is de teruggave van de 15% dividendbelasting niet mogelijk. Het verschil in dividendlekkage is heel substantieel,” volgens Martijn Rozemuller. Gert-Jan Verhagen: “Het gaat om de *Total expense ratio*. Deze bestaat uit het verschil tussen de index en het product (de *tracking difference*), gecombineerd met de transactiekosten (de *bid-ask spread*). In de tracking difference zitten alle interne kosten en opbrengsten verwerkt, zoals bijvoorbeeld TER, optimalisatie, *securities lending* opbrengsten en ook fiscale voor- of nadelen. Dit fiscale voordeel is dus slechts een van de vele componenten en kan teniet worden gedaan door de andere, zoals een grote *bid-ask spread*.”

SECURITIES LENDING BRENGT HOGE RISICO'S MET ZICH MEE

Edwin Mars vindt dat er inderdaad een bepaald risico wordt genomen met *securities lending*, maar dat je daarmee de performance weer kunt verbeteren en nauwkeuriger volgt. Dit kan dus zeker ook iets opleveren. “Hoe je het ook regelt, er zit een risico aan,” zegt Philippe Roset. “Bij onze fysieke goudtrackers wordt het goud bijvoorbeeld niet uitgeleend. Voor *safe haven assets* in het algemeen vermijden beleggers dit risico liever en zou *securities lending* in mindere mate toegepast moeten worden.”

INEFFICIËNTE MARKTEN KUN JE HET BESTE MET EEN ACTIEVE MANAGER BESPELEN

Koen Hoogenhout vindt dit een wijdverbreid misverstand. “Wij doen al heel lang onderzoek naar wanneer actief en wanneer passief het beste werkt. Van inefficiënte markten zijn de kosten van beheer hoog. In 80% van de gevallen presteren ze onder de benchmark. Veel mensen denken dat je betere beslissingen kunt maken, maar dit is in veel gevallen niet zo.” Philippe Roset bevestigt dat actieve beheerders van grondstoffenfondsen ook moeite hebben om



structureel de index te verslaan. Martijn Rozemuller is van mening dat de vergelijking tussen inefficiënte markten en grondstoffen te snel wordt gemaakt. “Een actief beleid op bijvoorbeeld grondstoffen is ook mogelijk. Maar dat kan bijvoorbeeld ook op aandelen. Dus je kan best met een passief instrument een actief beleid voeren. Dat is ook een manier waarmee een adviseur kan laten zien wat zijn toegevoegde waarde is voor de klant.”

Bekijk alle visies en meningen op: www.eyeonindexinvesting.nl

NIET RENTE, MAAR LIQUIDITEIT BEDREIGT HIGH YIELDS

GELUKSZOEKERS DIE INSTAPPEN VOOR SNEL GEWIN ZIJN GEWAARSCHUWD

De nimmer aflatende zoektocht naar rendement drijft beleggers massaal naar hoogrentende bedrijfsobligaties. De toestroom van nieuwe beleggers is zo groot dat Standard & Poor's onlangs waarschuwde voor oververhitting van (delen van) de markt.

TEKST HARM LUTTIKHEDDE

Beleggingsspecialisten van onder meer Russell Investments maken zich echter meer zorgen om het liquiditeitsrisico. Dit kan ertoe leiden dat, wanneer het sentiment omslaat, gelukszoekers in deze markt met grote verliezen worden opgezaald.

De grote belangstelling voor obligaties van minder kredietwaardige bedrijven kwam onlangs nog duidelijk tot uitdrukking bij de gecombineerde emissie van de Franse kabelaar Numericable en moederbedrijf Altice. Met \$ 16,7 mrd was dit niet alleen de grootste uitgifte in zijn soort ooit, er hadden zich niet minder dan 700 partijen gemeld voor een bedrag van zo'n \$ 100 mrd.

Fondsstromen zijn een andere indicator voor de interesse in hoogrentende bedrijfsobligaties. Zo verdubbelde Robeco Global High Yield Bond dankzij sterke instroom in de afgelopen twee jaar naar ruim 4 mrd in omvang.



FOTO: WOUTER STURKENBOOM

Daarmee is het fonds nu het op één na grootste van het Rotterdamse fondshuis, na Robeco US Premium Equities.

In de bestsellerlijst van dataleverancier Lipper over 2013 staan meerdere high yield-fondsen, waaronder ING Global High Yield met \$ 3,5 mrd instroom. Dit jaar steeg het beheerd vermogen van dit fonds al verder met meer dan \$ 1 mrd tot ruim \$ 6 mrd.

'Het is heel hard gegaan in deze beleggingscategorie', zegt beleggingsstrateeg Wouter Sturkenboom van Russell Investments. 'Maar het is ook een ro-



FOTO: SANDER BUS

buuste markt: nog steeds wordt zo'n 60% van het geplaatste papier gebruikt voor herfinanciering van bestaande leningen.'

'EEN RISICOPREMIE VAN 3,75% IS IN DIT KLIMAAT VAN LAGE RENTES NIET ONAARDIG'

Het aantal leningen dat voor 'aandehoudersvriendelijke' acties zoals aandeleninkoop of overnames wordt gebruikt, neemt echter hand over hand toe. Daardoor neemt de 'leverage' van bedrijven toe, en uiteindelijk ook de kans dat een bedrijf onder zijn schulden bezwijkt.

Renteverhoging

'Toch zijn we voor de komende zes tot twaalf maanden nog gematigd positief', zegt Sturkenboom. 'Een risicopremie van circa 375 basispunten ten opzichte van staatsobligaties is in dit klimaat van lage rentes en inflatie nog altijd niet onaardig. Daarbij is het faillissementsrisico laag en het neerwaartse risico in vergelijking met aandelen veel minder groot.'

Het rendement zal dit jaar vooral uit de couponbetaling komen, verwacht de strateeg. 'Wij gaan in ons basisscenario niet uit van verdere spreadcontractie en verwachten 4% tot 6% rendement voor dit jaar.'

Na die periode van maximaal een jaar ziet het er somberder uit voor high yield-obligaties. Dit vanwege de economische cyclus van zowel de VS als Europa, waarover de Amerikaanse as-

setmanager vanaf volgend jaar 'minder positief' is. De verwachte renteverhogingen door de Federal Reserve vanaf 2015 zullen daarnaast een negatieve impact hebben op het rendement van 1% bij elke stijging van 25 basispunten.

Sturkenboom: 'De kans is dan groot dat we onderwogen gaan in deze beleggingscategorie.'

Liquiditeit

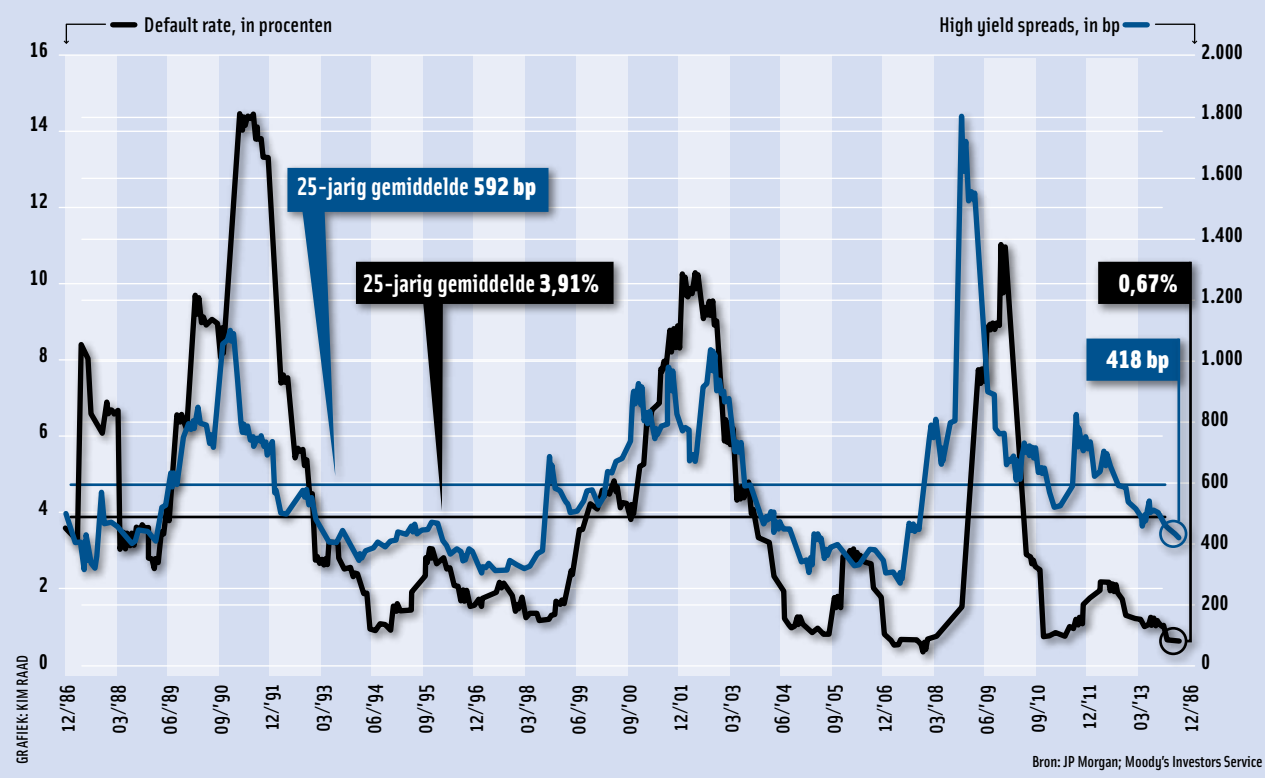
Van oververhitting van de markt voor hoogrentende bedrijfsobligaties wil hij vooralsnog niet spreken, of het moet zijn in het CCC-segment, de werkelijke 'junk'-obligaties. 'Exposure naar obligaties van bedrijven met een CCC-rating willen we volledig afbouwen. Hier is de voor faillissementsrisico gecorrigeerde spread te ver geslonken.'

Sander Bus, hoofd credits en vastrentende waarden bij Robeco, sluit zich daar volledig bij aan. 'In dit segment komt normaliter 50% van de bedrijven gedurende de looptijd van de obligatie in de problemen. Keren we terug naar dit langjarige gemiddelde, dan moeten beleggers in dit schuld papier rekening houden met forse verliezen.'

Volgens Bus is de high yield-markt een nieuwe fase ingegaan die mogelijk wel twee jaar kan duren en waarin de spreads zullen dalen noch oplopen. Het is de fase tussen het herstel – net als bij aandelen de 'mooiste' periode – en de fase waarin excessieve risico's genomen worden. 'Een teken dat we nog niet in die laatste fase zijn beland is bijvoorbeeld dat men nog weinig met geleend geld belegt. Met andere woorden, ik zie de leverage aan de beleggerskant nog niet.'

Ook Bus stelt dat een te verwachten rendement van hooguit 6% nu reëel is, waarbij een deel van het resultaat kan worden behaald door in te schrijven op emissies van bedrijven die voor het eerst naar de markt komen. De premie die ze betalen voor hun naamsonbekendheid 'loopt' er na verloop van tijd uit.

Relatie tussen rente- en faillissementsontwikkeling



Wordt de beleidsrente onverwacht snel opgetrokken, dan moeten beleggers volgens de Robeco-specialist in het ergste geval rekening houden met een 'nuljaar' waarin geen of nauwelijks rendement wordt gemaakt. 2002, 1998 en 1994 waren van die jaren. Het negatieve rendement van 25% in 2008 was 'exceptioneel' en het enige jaar in de historie van Robeco Global High Yield Bond dat met verlies werd afgesloten.

Veel grotere zorgen dan om het krediet- of renterisico maakt Sturkenboom zich om de mogelijkheid dat de liquiditeit in de markt opdroogt. Dit

hangt samen met de rol van banken als market maker. 'Als gevolg van aangescherpte kapitaaleisen hebben banken nu veel minder obligaties in hun boeken. Daardoor zijn ze veel minder goed in staat om schokken in de markt op te vangen.'

Oorlogskas

Deze veranderde marktwerking is nog niet getest, omdat sinds de financiële crisis het sentiment positief was. 'Maar zodra dat omslaat en veel beleggers tegelijkertijd door een deur naar buiten willen, zou de verhandelbaarheid wel eens drastisch kunnen verslechteren, zoals dat bijvoorbeeld in de markt voor credit default swaps in 2009 gebeurde,' zegt de strateeg.

Hoe je je daartegen kunt wapenen? Sturkenboom: 'Ten eerste beseffen dat het zo is. Voorkom dat je tijdens een verkoopgolf gedwongen wordt om uit te stappen. Daarnaast kun je iets aan

de portefeuille toevoegen met een negatieve correlatie met high yield, waarbij de natuurlijke kandidaat staatsobligaties zijn.'

Bus erkent het gevaar van het nu nog verborgen liquiditeitsrisico ook. 'Wij wijzen onze klanten daar heel nadrukkelijk op. In high yield beleg je nu echt alleen nog voor de lange termijn.' Gelukszoekers die nu nog instappen voor het snelle gewin zijn dus gewaarschuwd.

Maar behalve een risico biedt beperkte liquiditeit ook kansen, haast de Robeco-specialist zich daaraan toe te voegen. 'We kunnen contrair handelen door gebruik te maken van onze relatief hoge cashpositie van tussen de 5% en 10%. Zie het als een oorlogskas: we kunnen dan voor een aantrekkelijke prijs stukken kopen die anderen noodgedwongen moeten verkopen.'

HARM LUTTIKHEDDE IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

**'DOOR HOGERE
KAPITAAL EISEN
HEBBEN BANKEN
MINDER OBLIGATIES
IN DE BOEKEN'**

PROFESSIONAL ZOEKT NAAR NEW KIDS IN TOWN

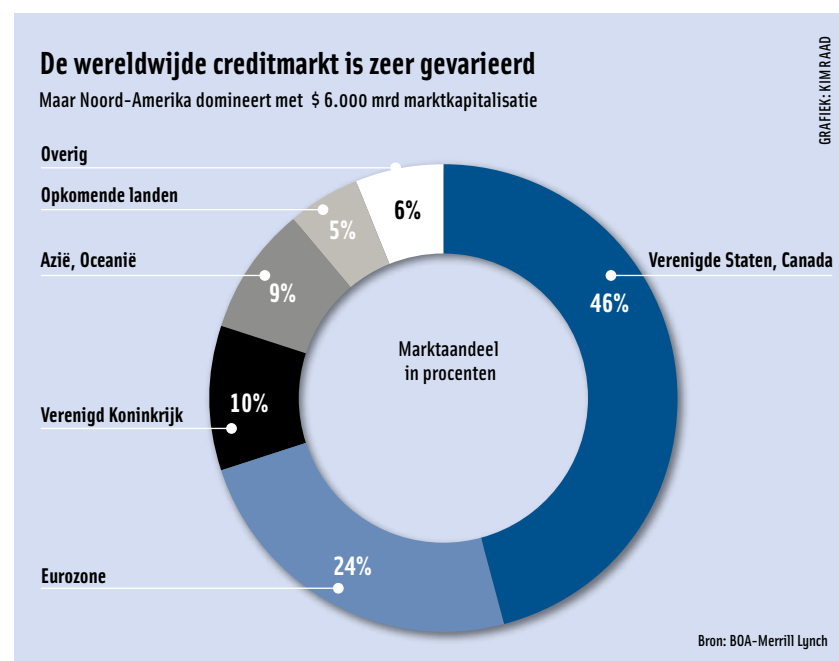
CONVERTIBLES, HYPOTHEEKOBBLIGATIES EN ABS VINDEN NIEUW PUBLIEK

Vanwege de lage rente doen obligatiebeleggers er verstandig aan om hun traditionele beleggings-universum uit te breiden. Niet alleen geografisch, maar ook met alternatieve vastrentende waarden. Nadeel: valutarisico's.

TEKST JEROEN BOOGAARD

Traditionele obligatiebeleggers hadden de afgelopen decennia de wind vol in de zeilen dankzij de aanhoudende daling van de rentes tot de huidige extreem lage niveaus. Maar in veel markten zijn de reële rendementen nu negatief, waardoor beleggers genoodzaakt zijn om meer risico te nemen. De historische rally die we hebben gezien in bedrijfsobligaties van goede kwaliteit, high yield-leningen en in schuld papier uit opkomende landen loopt volgens Christian Hille, fondsmanager van het DWS Invest Convertibles bij Deutsche Asset & Wealth Management, echter op zijn einde. 'Beleggers worden hier niet meer voldoende gecompenseerd voor de risico's en moeten dus hun heil ergens anders gaan zoeken.'

Er valt volgens hem veel te zeggen voor aandelen en andere 'real assets'. Maar de notoire volatiliteit van aande-



len is voor velen een probleem. Een oplossing zijn converteerbare obligaties, die beleggers laten profiteren van koersstijgingen op de aandelenmarkt, maar ook bescherming bieden in een dalende markt. 'Bij ons fonds participeren we voor 65-70% in een opgaande beurs en voor ongeveer slechts 40-45% in een neergaande beurs, en dat

'DE CORRELATIE IS LAAG GENOEG OM SPREIDING TE REALISEREN IN DE PORTEFEUILLE'

geldt ook in zeer turbulente tijden zoals tijdens de financiële crisis in 2007. Dat is een erg aantrekkelijk risico-rendementsprofiel', aldus Hille.

De omgeving voor convertibles is volgens hem nu beter dan ooit, waarbij de zogeheten delta van circa 50% duidt op een redelijk neutrale blootstelling aan de aandelenmarkt en het fonds in de sector een gemiddeld risicoprofiel oplevert. Met een rendement van 16%, en van ruim 32% gecorrigeerd voor de delta, deed het fonds het vorig jaar veel beter dan aandelen en obligaties. 'Wij verwachten dat deze relatieve outperformance dit jaar en mogelijk ook in 2015 zal doorzetten', zegt Hille. Ook het absolute rendement van convertibles mag er over lange periodes wezen. Over de afgelopen twintig jaar deed de assetcategorie het beter dan aandelen en obligaties. 'Door niet direct in aandelen te beleggen maar in convertibles is de rit op de lange termijn een stuk rustiger en behaal je een aanzienlijke outperformance in dalende aandelenmarkten', aldus Hille.

Nadat de aandelenmarkten de afgelopen jaren vooral zijn gestegen door het oplopen van de koers-winstver-

houdingen, verwacht Hille dat winstgroei in Europa en de VS nu het stokje zal overnemen. 'Na een zwakkere start van het jaar – in de VS met name door de weersomstandigheden – zien we hier nu een positieve trend, wat de aandelenkoersen hoger zal zetten. Wel zijn de rendementsverwachtingen uiteraard een stuk lager dan wat we over de afgelopen jaren hebben gezien, getoet op de meer gematigde wereldwijde economische vooruitzichten.' Vanwege de relatief lagere waarderingen zet hij zijn kaarten vooral op Europa, waar het fonds sterk is overwogen.

Wereldwijd beleggen

Ook Grégoire Pesquès, die leiding geeft aan het wereldwijde bedrijfsobligatieteam bij Amundi, vindt de risicorendementsverhouding van converteerbare obligaties zonder meer aantrekkelijk. 'Ze kunnen op dit moment een goed alternatief vormen voor bedrijfsobligaties, mede doordat ze profiteren van de verhoogde fusie- en overnameactiviteiten,' zegt Pesquès. Maar selectiviteit is geboden, zo waarschuwt hij, want sommige convertibles zijn na de sterke rally van de afgelopen twee jaar wel prijzig: de prijs van het convex risico-rendementsprofiel is hoog. 'In bijvoorbeeld de Europese high yield-markt kan je nu vaak beter gewaardeerde alternatieven vinden.' In de obligatieportefeuilles van Amundi blijft het gewicht van convertibles momenteel dan ook beperkt tot 2-3%, waar het gewicht maximaal 25% mag bedragen.

Amundi adviseert zijn Europese obligatieklanten in deze lage renteomgeving om vooral wereldwijd te gaan beleggen. 'Wanneer beleggers hun beleggingsuniversum vergroten profiteren ze van een betere spreiding van de macrorisico's doordat ze niet langer zijn blootgesteld aan alleen de eurokredietmarkt en rentecurve,' zegt Grégoire Pesquès. 'Zowel de rente- als de spreadrisico's dalen door bijvoorbeeld ook Amerikaanse en Britse bedrijfs-

obligaties in portefeuille te nemen. Bovendien biedt het ook veel meer mogelijkheden om met een actief durationbeleid waarde toe te voegen.'

Interessant is dat de Verenigde Staten, de eurozone en het Verenigd Koninkrijk zich momenteel in verschillende stadia van de economische cyclus bevinden. Hierdoor is de correlatie tussen de drie grootste markten voor bedrijfsobligaties volgens Pesquès laag en werkt de diversificatie. 'Uiteraard is er een bepaalde mate van correlatie aanwezig, maar die is laag genoeg om spreiding te realiseren en toegevoegde waarde te creëren.'

Laatste fase rally

Ook de ontwikkeling van de risicopslagen kan tussen de regio's sterk uiteenlopen, waar Amundi met een dynamische asset-allocatie op inspeelt. 'De rendementen tussen euro-, dollar-, Sterling-, en Aziatische bedrijfsobligaties kunnen van jaar tot jaar aanzienlijk verschillen. Van de piek in de kredietcrisis tot september 2011 presteerden bijvoorbeeld dollarbedrijfsobligaties 20% beter dan eurobedrijfsleningen, enkel op basis van de ontwikkeling in de creditspreads.'

De laatste twee jaar doet 'euro credit' het juist weer beter dan Amerikaanse leningen, maar Pesquès verwacht dat de outperformance nog maar drie tot zes maanden te gaan heeft. De Europese bedrijfsobligatiemarkt is volgens hem een 'crowded trade' en daardoor gevoelig voor winstnemingen. 'We zitten hier duidelijk in de laatste fase van de rally en achten het verstandig om de meute

'ER IS SPRAKE VAN CROWDED TRADE EN DAARDOOR IS ER RISICO VAN WINSTNEMINGEN'

rendementen van het DWS Invest Convertibles Fund

	2013	2012	2011	2010
Fonds in €	16,1%	8,9%	-7,7%	11,4%
Benchmark in €	18,2%	12,8%	-5,6%	12,0%

Benchmark: ML Global 300 Convertible (hedged in EUR).



FOTO: CHRISTIAN HILLE

voor te zijn en geleidelijk posities af te bouwen, waar wij nu nog overwogen zijn in euro credit met circa 10-15%.' Meer kansen ziet de obligatiestrategie in de Amerikaanse creditmarkt, die veel stabiel is, meer diversificatiemogelijkheden biedt en in tegenstelling tot de Europese secundaire markt een goede liquiditeit heeft.

Een ander belangrijk voordeel van de wereldwijde spreiding is de verlagening van de specifieke risico's die aan een bedrijfsobligatie kleven. Zo bestaat het mondiale universum uit ruim 6.000 bedrijfsobligaties van circa 1.100 bedrijven. Met 370 euro-emittenten lopen beleggers die zich alleen op de eurozone richten een veel groter concentratierisico, aldus Pesquès.

Extra rendement

Nadelen van de wereldwijde spreiding zijn met name de valutarisico's. Die kunnen defensieve bedrijfsobligaties een volledig ander risicoprofiel geven. Omdat veel klanten dit willen



FOTO: GRÉGOIRE PESQUÈS

vermijden, kan Amundi de valutarisico's volledig afdekken. Pesquès benadrukt echter dat juist met actieve valutastrategieën ook alfa gerealiseerd kan worden. Amundi kan voor zijn klanten eveneens beleggen in hypotheekobligaties, waar mooie returns tegen niet veel hogere risico's mogelijk zijn. Pesquès acht het opwaartse potentieel van Amerikaanse hypotheekobligaties op dit moment niet zo groot en ziet meer in euro genoteerde ABS (asset-backed securities). 'We hebben voor diverse portefeuilles de posities in de vrij dure eurobedrijfsleningen uit de kernlanden verlaagd ten gunste van euro-ABS. Die hebben een vergelijkbare hoge kredietrating, maar een betere waardering.' Afhankelijk van de kredietwaardigheid is een extra rendement te realiseren van 40-160 basispunten op leningen met een looptijd van een tot vier jaar, aldus Pesquès. ■

JEROEN BOOGAARD IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.



Wereldwijd actief vermogensbeheer werkt

De tijd dat markten allemaal dezelfde kant op bewegen, ligt voorlopig achter ons. Specifieke markten hebben weer hun specifieke kenmerken. En de bedrijven in die markten hebben weer grip gekregen op hun eigen agenda: zij bouwen aan hun business. Hierdoor komen de verschillen in bedrijfsprestaties duidelijker naar voren. Op basis daarvan kunnen onze analisten en fondsmanagers de beste bedrijven selecteren voor hun fondsen. Er valt weer iets te kiezen. Of dit werkt? Jazeker! De afgelopen tijd hebben gerenommeerde partijen als Morningstar, Lipper en De Tijd aan Fidelity belangrijke prijzen toegekend als erkenning voor onze beleggingsprestaties in de Benelux.

Morningstar Nederland

Best Fund House:

Multi-Asset

Best Fund House:

Larger Equity

Best Fund House:

Larger Fixed Income

Morningstar België

Best Asia-Pacific Equity Fund:

FF - Pacific Fund

Best EUR High-Yield Bond Fund:

FF - European High Yield

Best Global Emerging Markets

Equity Fund:

FF - Emerging Markets Fund

Morningstar Luxemburg

Best Fund House:

Multi-Asset

Best Fund House:

Specialist Fixed Income

Best Global Emerging Markets

Equity Fund:

FF - Emerging Markets Fund

De Tijd/L'Echo Fund Awards (België)

Winnaar Super Award De Tijd/L'Echo:

Best Fund House

Winnaar Aandelen Groeimarkten:

FF - Emerging Europe, Middle East and Africa Fund

Lipper Awards

Best Fund Equity Asia-Pacific:

Fidelity Funds - Pacific A-USD



Meer weten over onze inzichten? Kijk op fidelity.nl/actief

the currency of investing

Deze publicatie is niet bestemd voor inwoners van het Verenigd Koninkrijk of de Verenigde Staten en is uitsluitend bestemd voor personen die gevestigd zijn in rechtsgebieden waar de betreffende fondsen voor distributie zijn toegelaten of waar een dergelijke toestemming niet vereist is. Fidelity/Fidelity Worldwide Investment wordt gebruikt voor FIL Limited, en haar dochter-ondernemingen. Tenzij anders aangegeven zijn alle hier gegeven meningen en visies afkomstig van Fidelity. Fidelity, Fidelity Worldwide Investment en het 'F symbool' zijn handelsmerken van FIL Limited. Uitgegeven door FIL (Luxembourg) S.A., goedgekeurd en gereguleerd in Luxemburg door de CSSF (Commission de Surveillance du Secteur Financier). Wij raden u aan uitgebreide informatie aan te vragen alvorens te besluiten tot enige belegging. Beleggingen dienen te geschieden op basis van het op dit moment geldige prospectus dat kosteloos verkrijgbaar is tezamen met het laatste jaarverslag en halfjaarverslag bij onze distributeurs, bij ons Europese Service Centre in Luxemburg, 2A rue Albert Borschette, BP 2174, L-1021 Luxemburg (tel. 0800 - 022 47 09) en in Nederland: FIL Investments International, Netherlands Branch (geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten), World Trade Center, Toren H 6e etage, Zuidplein 52, 1077 XV Amsterdam (tel. 020 - 797 7100). [Fidelity Funds/Fidelity II] is/zijn gerechtigd deelnemingsrechten aan te bieden in Nederland op grond van artikel 2:66 (3) jo. 2:71 en 2:72 Wet op het financieel toezicht. Morningstar Awards 2014 (c). Morningstar, Inc. All Rights Reserved. Awarded to Fidelity Worldwide Investment for Best Fund House, Multi-Asset; Best Fund House, Larger Equity; Best Fund House, Larger Fixed Income in the Netherlands. Best Asia-Pacific Equity Fund, FF - Pacific Fund A-Acc-Eur; Best EUR High-Yield Bond Fund, FF - European High Yield A-Eur; Best Global Emerging Markets Equity Fund, FF - Emerging Markets Fund A-Eur in Belgium. Best Fund House, Multi-Asset; Best Fund House, Specialist Fixed Income; Best Global Emerging Markets Equity Fund, FF - Emerging Markets Fund A-USD in Luxembourg. Lipper: Winnaar Best Fund Equity Asia Pacific over drie jaar: Fidelity Funds - Pacific Fund A-USD. The Thomson Reuters Awards for Excellence recognize the world's top funds, fund management firms, sell-side firms, research analysts, and investor relations teams. The Thomson Reuters Awards for Excellence include the Lipper Fund Awards, the Extel Survey Awards, the StarMine Analyst Awards, and the StarMine Broker Rankings. For more information, please contact markets.awards@thomsonreuters.com or visit excellence.thomsonreuters.com. Tijd L'Echo, copyright Mediafin, www.tijd.be/awardsmethodologie. SSL1404A01/201504

WEL EMERGING MARKET DEBT, GEEN VALUTARISICO

MARKT HERONTDEKT ASSET CLASS MAAR IS KIESKEURIGER DAN OOIT

Beleggers hebben weer oog voor obligaties uit opkomende markten, maar gaan selectief te werk en kiezen alleen voor schuldpapier in harde valuta.

TEKST HARM LUTTIKHEDDE

De instroom van obligaties uit opkomende landen is terug op het niveau van voor mei vorig jaar, toen de angst voor 'tapering' het begin van een kapitaalvlucht inluidde. Dit jaar heeft de beleggingscategorie al \$ 2,4 mrd aangetrokken van beleggers wereldwijd, blijkt uit cijfers van BlackRock.

In april bedroeg de instroom voor 'emerging market debt' zelfs \$ 1,3 mrd, het meeste binnen het hele spectrum van vastrentende waarden.

Beleggers weten dit deel van de obligatiemarkt weer te vinden nu de effecten van de afbouw van het stimuleringsbeleid in de VS blijken mee te vallen en een renteverhoging door de Fed voorlopig niet aan de orde lijkt. Bovendien zijn Amerikaanse staatsobligaties door de sterk gedaalde kapitaalmarktrente nu minder aantrekkelijk als alternatief voor emerging market debt.

De tijd dat opkomende markten echter als een homogene groep gezien konden worden is definitief voorbij. 'Je



moet selectief en gedisciplineerd zijn bij de keuze in welk land je belegt', aldus obligatiespecialist Michael Hasenstab van Franklin Templeton.

Als voorbeeld van een kwetsbaar land noemt hij Turkije, dat 'te afhankelijk is van buitenlands kapitaal, waar de lopende rekening niet in balans is

**'JE MOET
SELECTIEF EN
GEDISCIPLINEERD
ZIJN BIJ DE KEUZE
WAARIN JE BELEGT'**

en waar de centrale bank de rente verder zal moeten verhogen'

Zuid-Korea en Mexico staan er wat hem betreft veel beter voor met hun sterke economische groei en lage schuldenniveaus. Hasenstab vindt vooral gezonde landen in Azië, maar is daarbuiten, naast Mexico, ook positief over Polen en Hongarije.

Local vs hard currency

Hoe de verschillende opkomende landen ervoor staan valt ook op te maken uit de ontwikkeling van de valutakoersen. Het waardeverschil in de voorbije twaalf maanden tussen de munteenheden van de sterkste en zwakste lan-

den is opgelopen tot soms wel 40%.

In dat perspectief is het wellicht niet zo vreemd dat beleggers elk valutarisico willen mijden. Ze geven daarom duidelijk de voorkeur aan fondsen die beleggen in obligaties uitgegeven in harde valuta zoals de dollar, euro of yen.

Dit heeft zijn weerslag op de performance van fondsen. Binnen de FN Universe, de fondsendatabase van Fondsnieuws met daarin de meest bemiddelde producten in Nederland, wordt dit treffend geïllustreerd door twee fondsen van ING Investment Management: waar het Emerging Markets Debt-fonds in harde valuta year-to-date het hoogste rendement (+6,58%) heeft behaald, bungelt het zusterfonds dat belegt in lokale valuta onderaan (+1,76%).

Kijkend naar de performance op eenjaarsbasis, dan zijn de meeste fondsen de klap van vorig jaar bijna weer te boven. Dat geldt niet voor beleggers in het ING-fonds dat belegt in lokale valuta, dat nog altijd op een negatief rendement van 5,69% staat. Daarmee doet het actief beheerde fonds het nog wel altijd 'beter' dan de SPDR Barclays Capital Emerging Markets Local Bond ETF, de enige trackers in de database. ■

HARM LUTTIKHEDDE IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

Deutsche Asset
& Wealth Management



6000 professionals,
931 miljard EUR beheerd vermogen*,
1 ding in gedachten: U.

De hele wereld van Asset & Wealth Management onder één dak.

Voor meer informatie over ons aanbod en wat we voor u kunnen betekenen gaat u naar
www.DeAWM.nl

Passion to Perform



*Per december 2013. Deutsche Asset & Wealth Management (DeAWM) vertegenwoordigt de asset management en wealth managementactiviteiten van Deutsche Bank AG en aanverwante entiteiten. Klanten zullen verschillende producten en diensten van DeAWM aangeboden krijgen vanuit een of meer verschillende juridische entiteiten welke kenbaar zullen worden gemaakt aan de klanten alvorens tot het sluiten van contracten, overeenkomsten of aanbieden van materialen wordt overgegaan. In Nederland worden de producten van DeAWM u aangeboden door Deutsche Bank AG Amsterdam Branch. DeAWM maakt deel uit van de Deutsche Bank Group. Deutsche Bank AG Amsterdam Branch is geregistreerd bij de AFM (Autoriteit Financiële Markten) te Amsterdam.
© 2014 Deutsche Asset & Wealth Management. Alle rechten voorbehouden.