

fondsNIEUWS

THEMA
AANDELEN

MAART 2014

WWW.FONDSNIEUWS.NL



DE BANKENUNIE VERRIJT

VERSTERKT TOEZICHT VALT GOED BIJ BELEGGERS

PAGINA 4-7

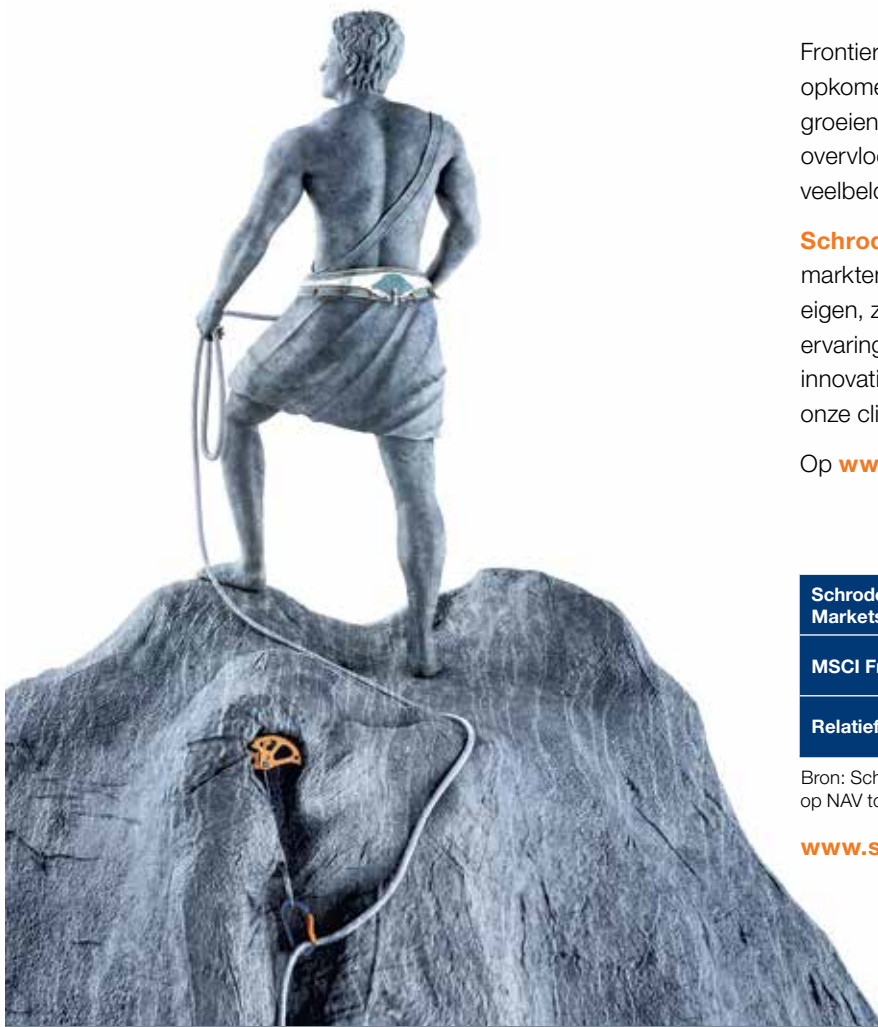
ACTIEVE BELEGGER KENT KLAPPEN VAN DE ZWEEP PAGINA 10-11

ROBOTS KOMEN NAAR DE WERKPLAATS PAGINA 18-19

THEMA: AANDELEN PAGINA 23-31



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.

Op www.schroders.nl/frontiermarkets vindt u meer informatie.

	6 maanden	YTD	1 jaar	2 jaar	Sinds introductie
Schroder ISF Frontier Markets Equity	14,6%	3,2%	34,2%	45,6%	42,1%
MSCI Frontier Markets	8,6%	0,9%	18,1%	12,3%	14,0%
Relatief rendement	6,0%	2,3%	16,1%	33,3%	28,1%

Bron: Schroders, per 31 januari 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 31 december 2013. 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

Toen we in het kader van de eind januari verschenen Fondsnieuws Investment Outlook beleggingsstrategieën vroegen naar hun favoriete asset classes, wezen ze vrijwel unaniem naar aandelen. Nu het eerste kwartaal van het nieuwe jaar bijna voorbij is, zijn er echter behoorlijk wat scherven van die voorspellingen op te rapen: de meeste aandelenrendementen blijven achter bij de vermaledijde obligaties. Fixed income blijkt altijd weer een vluchthaven als onrust van de straten bezit neemt, zoals eerder dit jaar in Oekraïne en ook in opkomende landen in Zuidoost-Azië en in Venezuela het geval was. Bij aandelen wordt nu, meer dan vorig jaar, gelet op een verbetering van de fundamentals: ze willen bewijzen zien dat de topline van bedrijven duurzaam herstelt en dat de winstgroei niet meer te danken is aan reorganisaties en besparingen, maar aan economische groei, een verbeterde concurrentiepositie en hogere winsten. Na een verrassend goed 2013 is dat niet vanzelfsprekend: de mannen worden niet in één kwartaal van de jongens gescheiden. Dat neemt tijd, zodat niet uitgesloten is dat 2014 uiteindelijk een kwakkeljaar wordt. In het themagedeelte van ons magazine gaan we in op de vraag waar aandelenbeleggers op moeten letten. Naast waarderingsmaatstaven is het belangrijk om waarde- en groeiaandelen tegen elkaar af te wegen, verdienen de stock pickers nadere aandacht en stellen we onszelf de vraag wat het effect is van een afbouw van het Amerikaanse stimuleringsbeleid op aandelen. Vooralsnog gering, maar als de rente in de VS gaat stijgen, dan krijgen we echt een andere 'ball game'.

Cees van Lotringen

HOOFDREDACTEUR FONDSNIEUWS
CEES.VANLOTRINGEN@FONDSNIEUWS.NL

PAGINA 4-7



ACTIEVE BELEGGERS KENT KLAPPEN ZWEEP

De aandelenbeurzen floreren sinds 2009, maar veel particuliere beleggers verschijnen nu pas op het feest. Er zijn echter ook uitzonderingen: de actieve vermogende beleggers, die zijn er al veel langer bij.

PAGINA 10-11

PROVISIEVERBOD EN FONDSRENDEMENT

Met de introductie van het provisieverbod zijn rebatenvrije beleggingsfondsen geïntroduceerd. Keerzijde is dat het historisch rendement verloren is gegaan. De sector zoekt de oplossing in 'knippen en plakken'.

PAGINA 12-13

EN VERDER

THEMA: BELEGGEN IN AANDELEN

Het themagedeelte is gewijd aan waardering, waarde vs groei, tapering en maatstaven om aandelen te beoordelen.

PAGINA 23-31

HET KAN: GELD VERDIENEN MET FIXED INCOME

Fondsnieuws masterclass: met wereldwijde strategie blijven obligaties lonend.

PAGINA 21

RUBRIEKEN

FAVORIETE GRAFIEKEN 8
ASSET-ALLOCATIE DASHBOARD..... 15

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 BELEGINGSPRODUCTEN.

CHRISTIE'S

CHRISTIE'S

LEHMAN BROTHERS

BELEGGERS SORTEREN VOOR OP DE KOMST VAN DE BANKENUNIE

VERZWAARD TOEZICHT VALT SAMEN MET HERNIEUWD MARKTVERTROUWEN

In reactie op de crisis van 2008 werken de autoriteiten aan verzwaarde eisen voor banken, opdat een herhaling uitgesloten wordt. Beleggers denken dat bank aandelen nog tot 30% kunnen stijgen door supranationaal toezicht en de versteviging van de pijlers van de systeembanken.

TEKST ANTON REIJINGA

Hoewel zich donkere wolken samenvakken boven de komende Europese Parlementsverkiezingen vanwege een ontevreden en morrend kiezersvolk, bouwen de autoriteiten in Brussel en Frankfurt gestaag door aan het verenigd Europa. Het volgende project is een bankenunie, die dit jaar een feit moet zijn. Het voorbereidend werk vindt op dit moment plaats. Het is de 'Asset Quality Review' (AQR), een onderzoek naar de balansen van 128 als systeemrelevant aangemerkte banken, dat plaatsvindt onder leiding van de Europese Centrale Bank (ECB)

Begin dit jaar hebben banken hun balans gepresenteerd om te worden

onderworpen aan de stresstest. Met de resultaten hiervan gaan nationale toezichthouders op dit moment bij de banken langs om verdachte kredieten nader onder de loep te nemen.

Naar verwachting is dit traject onderdeel in augustus afgerond. Vervolgens resteren twee maanden om de gaten in kapitaalbuffers van banken te repareren. Haast is geboden, want in oktober moet het hele proces zijn afgerond, waarna de ECB per november de eindverantwoordelijkheid voor het banktoezicht in de EU krijgt.

Nederlandse banken die aan onderzoeken onderworpen zullen worden, zijn onder meer ABN Amro, ING Groep, Rabobank en SNS.

Banken en overheden

De Europese Commissie benadrukt dat de bankenunie geen doel op zich is, maar een uitweg uit de wurggreep waarin banken en overheden elkaar

blijken te houden. De crisis heeft aangetoond dat de verwevenheid van de bankensector met de rest van Europa tot een ongekennde, alles verwoestende systeemcrisis kan leiden.

Het Europese toezicht, waaronder uiteindelijk alle circa zesduizend banken in Europa moeten vallen, heet het 'Single Supervisory Mechanism' (SSM). Als achtervanger moet het zogenoemde 'European Stability Mechanism' (ESM) dienen. Dit Europese noodfonds, dat al ruim € 50 mrd uitrok voor de redding van Spanje en Cyprus, heeft al € 60 mrd gereserveerd

TERWIJL HET KIEZERSVOLK MORT, BOUWEN DE AUTORITEITEN DOOR AAN DE UNIE

om banken te kunnen voorzien van kapitaalinjecties.

Ook over een mechanisme voor het afwickelen van banken in het geval van een faillissement, het zogenoemde 'Single Resolution Mechanism' (SRM), zijn de Europese politici het inmiddels zo goed als eens. Slotstuk van de bankenunie moet een gemeenschappelijk depositogarantiestelsel (DGS) worden.

De bouw van de bankenunie komt op een vruchtbaar moment. De economie trekt aan en beleggers tonen intussen hernieuwd vertrouwen in de banken, getuige het koersherstel sinds de crash van 2008 en 2009. Manager Serge Pizem van AXA Investment Management denkt dat er in de periode tot eind 2015 nog een upside voor Europese bank aandelen gloort van 25 tot 30%. Ook portefeuillemanagers van ING Investment Management en Fidelity Worldwide Investment zijn positief.

Growth वृद्धि Croissance Wachstum 增长 Income Revenu Einkommen 소득 Fund Platform Plateforme de Fonds Fondsplattform
基金平台 Retirement Retraite Ruhestand リタイアメント Stocks and Shares Actions et parts Aktien und Anteile 주식 Investment Investissement
Investissement Geldanlage 投資 Savings Épargne Sparen Tax-free Exonération fiscale In-depth research Recherche en profondeur
Tiefgehende Analysen 심층 리서치 Income Revenu Einkommen 收入 Einkommen Global presence/reach Présence Mondiale Globale
Présence 涵盖全球 Portfolio Diversification Diversification du portefeuille 포트폴리오의分散 Portfolio-Diversifikation Multi-
Asset Multi-Actif Multi-Asset 멀티에셋 Revenue 收益 Pensions 연금 Pensions de retraite Pensionslösungen Growth Croissance
Wachstum 增长 Income Revenu Einkommen 소득 Fund Platform Plateforme de Fonds Fondsplattform 基金平台 Retirement
Retraite Ruhestand 리타이아먼트 Stocks and Shares Actions et parts Aktien und Anteile 주식 Investment Investissement
Geldanlage 投資 Savings Épargne Sparen 儲蓄 Tax-free Exonération fiscale In-depth research Recherche en profondeur
Tiefgehende Analysen 심층 리서치 Income Revenu Einkommen 收入 Global presence/reach Présence Mondiale Globale
Présence 涵盖全球 Portfolio Diversification Diversification du portefeuille Portfolio-Diversifikation 포트폴리오의分散 Multi-
Asset Multi-Actif Multi-Asset 멀티에셋 Revenue 收益 Pensions 연금 Pensions de retraite Pensionslösungen Growth Croissance
Wachstum 增长 Income Revenu Einkommen 소득 Fund Platform Plateforme de Fonds Fondsplattform 基金平台 Retirement
Retraite Ruhestand 리타이아먼트 Stocks and Shares Actions et parts Aktien und Anteile 주식 Investment Investissement
Investissement 투자 Geld-Tax-free Exonération fiscale In-depth research 심층 리서치 Income Revenu Einkommen Glob-
Portfolio Diversification पोर्टफोलियो विविधीकरण Diversifikation Multi-Asset Multi-Actif Multi-Asset
연금 Growth Croissance 增长 Wachstum Income Revenu Einkommen Fund Plat-
基金平台 Retirement Re- and Shares Actions et parts 주식 Aktien निवेश Geldanlage 投資 Savings Épargne
In-depth research Recherche en profondeur Tief-
收入 Global presence/reach Présence Mondiale
portefeuille 포트폴리오의分散 Multi-
sions de retraite Pensions Pensionslö-
Income Revenu Einkommen Fund Plat-
म्ब्यूअल फंड मंच Retirement Retraite Ruhe-
Aktien und Anteile Investment Investissement
Exonération fiscale In-depth research Tief-
Income Revenu 收入 Einkommen Global pres-
Portfolio Diversification Diversification du
Asset Multi-Actif 멀티에셋 Multi-Asset बहु-संपदा
Growth Croissance Wachstum Income Revenu
基金平台 Retirement 리타이아먼트 Retraite
Investment Investissement Geldanlage Savings
गहरी शोध Recherche en profondeur Tiefgehende
presence/reach Présence Mondiale Globale
Portfolio-Diversifikation 포트폴리오의分散 Multi-Asset Multi-Actif Multi-Asset 멀티에셋 Revenue 收益 Pensions Pensions de
retraite 연금 Pensionslösungen Growth Croissance 增长 Wachstum Income Revenu Einkommen Fund Platform 基金平台 Plate-
forme de Fonds Fondsplattform Retirement Retraite Ruhestand 리타이아먼트 Stocks and Shares Actions et parts Aktien und
Anteile 주식 Investment Investissement Geldanlage 投資 Savings Épargne Sparen Tax-free कर मुक्त Exonération fiscale
In-depth research Recherche en profondeur Tiefgehende Analysen 심층 리서치 Income Revenu Einkommen Global presence/
reach Présence Mondiale Globale 涵盖全球 Portfolio Diversification Diversification du portefeuille Portfolio-Diversifikation
पोर्ट폴리오의分散 Multi-Asset Multi-Actif Multi-Asset 멀티에셋 Revenue Pensions पेंशन Pensions de retraite Pensionslösungen
Growth Croissance Wachstum 增长 Income Revenu Einkommen 소득 Fund Platform Plateforme de Fonds म्ब्यूअल फंड मंच
Fondsplattform 基金平台 Retirement Retraite Ruhestand 리타이아먼트 Stocks and Shares Actions et parts Aktien und Anteile
주식 Investment Investissement Geldanlage 投資 Savings Épargne Sparen 儲蓄 Tax-free Exonération fiscale In-depth research

search Recherche en profondeur Tiefgehende Analysen
al presence/reach Présence Mondiale Globale Présenz
Diversification du portefeuille 포트폴리오의分散 Portfolio-
Revenue Pensions Pensions de retraite Pensionslösungen
소득 Revenu Einkommen Fund Platform Plateforme de Fonds
traite Ruhestand 리타이아먼트 Stocks
und Anteile Investment Investissement
Sparen 儲蓄 Tax-free Exonération fiscale
gehende Analysen 심층 리서치 Income Revenu Einkommen
Globale Présenz Portfolio Diversification Diversification du
Asset Multi-Actif Multi-Asset 멀티에셋 Pen-
sungen Growth 增长 Croissance Wachstum
form Plateforme de Fonds Fondsplattform
stand 리타이아먼트 Stocks and Shares Actions et parts
投資 Geldanlage Savings 儲蓄 Épargne Sparen Tax-free
gehende Analysen Recherche en profondeur 심층 리서치
ence/reach Présence Mondiale 涵盖全球 Globale Présenz
portefeuille 포트폴리오의分散 Portfolio-Diversifikation Multi-
Revenue Pensions Pensions de retraite Pensionslösungen 연금
Einkommen Fund Platform Plateforme de Fonds Fondsplattform
Ruhestand Stocks and Shares Actions et parts Aktien und Anteile
Épargne Sparen Tax-free Exonération fiscale In-depth research
Analysen 심층 리서치 Income Revenu Einkommen 收入 Global
Présenz Portfolio Diversification Diversification du portefeuille

Wereldwijd actief vermogensbeheer



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 dochterondernemingen. 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).

Directe effecten

Het dwingend oog van de ECB moet nationale toezichhouders kritischer maken ten opzichte van hun 'nationale kampioenen'. Zo heeft de Nederlandse Bank (DNB) steeds meer aandacht voor de blootstelling van de banken aan vastgoed. Al in 2012 moesten banken hiervoor extra geld opzij zetten. Nadat het Amerikaanse Black-Rock als extern adviseur taxaties had verricht, volgden over 2013 nog eens forse afwaarderingen.

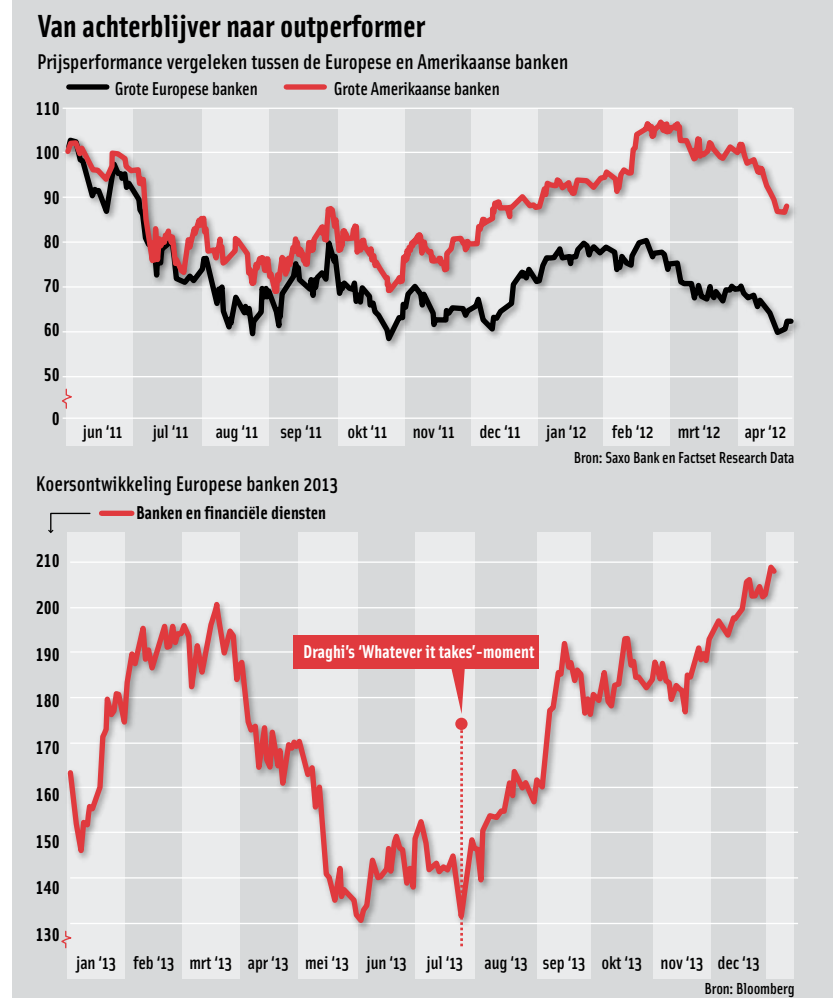
Verder vielen verschillende bewegingen rond de AQR-peildatum op. Enerzijds daalde de kredietverlening aan het bedrijfsleven. Anderzijds stegen de kapitaalmarktrentes in de periferie, om vervolgens hun dalende trend te hervatten.

Beleggers als Tim Foster, manager van verschillende geldmarkt- en obligatiefondsen bij Fidelity, stellen dat banken uit de periferie staatsleningen van de hand hebben gedaan om op de afgesproken datum een schone balans te kunnen laten zien en ze daarna terug te kopen. Verder is er volgens hem 'anekdotisch bewijs' dat banken in de aanloop naar de peildatum hun voorwaarden hebben aangescherpt. Hij noemt het bedrag van € 60 mrd aan krediet dat zou zijn 'gelost' door de banken.

Ook Paul Vrouwes, aandelenportefeuillemanager van het ING Financials Fund, is de dip in de kredietverlening aan het bedrijfsleven niet ontgaan. 'Ik kan mij goed voorstellen dat banken risicovolle leningen die afliepen niet hebben verlengd'. Toch wil hij niet spreken van 'window dressing'. Seizoensinvloeden kunnen ook een rol spelen. 'In Frankrijk is er een belasting die wordt geheven naar rato van het balanstotaal'. Dit zou een stimulans zijn om de balans per einde jaar zo kort mogelijk te houden.

Laatste kans

Léon Cornelissen, hoofdeconoom van Robeco, haalt in een recent bericht de woorden van oud-ECB-bestuurder Jörg Asmussen aan. De gewezen ban-



kier zei dat de stresstest de 'derde en laatste kans' is om het vertrouwen in de sector te herstellen. Asmussen verwijst naar eerdere Europese stresstesten uit 2010 en 2011, die volgens critici niet streng genoeg waren. Al zei ECB-president Draghi dat hij 'niet zal aarzelen' om banken te laten zakken, Cornelissen betwijfelt of de nieuwe stresstest daadwerkelijk strenger zal zijn.

'De ECB zit in een spagaat', consta-

'ALS DE ECB IETS MEER HELPT, DAN ZIT ER NOG MEER UPSIDE IN BANKAANDELEN'

teert hij. De centrale bank kan enerzijds niet te soft zijn, want dan zou de stress-test 'een wassen neus' zijn. Ook wil de ECB 'uiteraard geen lijken in de kast'. Anderzijds kan de test niet te streng zijn. Meer belastinggeld naar banken zou 'politiek niet te verkopen' zijn.

Cornelissen ziet 'hooguit enkele kleine banken' sneuvelen. Fondsmanagers zijn het hiermee eens en verwachten dat een paar banken de markt op moeten voor nieuw kapitaal en dat er in de periferie enkele kunnen verdwijnen. 'Wij denken dat alle grote banken in Europa de test doorstaan', aldus Pizem, manager van het AXA Optimal Income Fund. 'Enkele middelgrote moeten wellicht extra kapitaal ophalen, terwijl een aantal kleinere in Duitsland, Italië en Oostenrijk mogelijk moet fuseren of sluiten.'

Upside beleggers

Toch is Vrouwes van ING optimistisch, vooral vanwege het aantrekken van de economie en het vertrouwen onder consumenten en producenten. 'In de eerste plaats zijn er door het hogere vertrouwen meer transacties. In de tweede plaats neemt de asset quality toe.' Zowel boven- als onderaan de winst-en-verliestrekening werkt dit positief uit. Meer transacties stuwden de omzet, terwijl lagere afwaarderingen de winst minder drukken.

Na afronding van de balansonderzoeken zullen banken niet plots veel vrijgevinger worden in hun kredietverlening, verwacht Vrouwes. Dat zou volgens hem niet in het belang zijn van de banken, maar ook niet van aandeelhouders. 'Het is uiteindelijk mijn dividend.'

Fidelity's Foster ziet vooral het langetermijneffect op de financiële stabiliteit. De portefeuillemanager vastrentende waarden let scherp op de spreads in de markt en prijst de ECB voor de aanpak van marktfragmentatie. 'We zijn long in staatsobligaties van zuidelijke landen', zegt Foster. Obligaties van financials hebben al een goede 'run' gemaakt, maar banken vindt hij nog steeds aantrekkelijk. Als de ECB iets meer helpt en wat kwantitatieve verruiming toelaat, zou 'meer upside' in het verschiet kunnen liggen.

Bovendien verwacht Pizem van AXA dat banken na de start van de bankenunie weer helemaal kunnen focussen op de winstgevendheid. Nieuwe verdienmodellen zullen zich 'waarmaken', stelt hij om zijn voorspelling van een aandelenrendement tot 30% kracht bij te zetten.

Cornelissen wijst erop dat veel pensioenfondsen en verzekeraars uit Zuid-Europese landen zijn gestapt. 'Er is veel opportunistischer vermogen voor teruggekomen. Als het misgaat, is het ook zo weer weg.'

ANTON REIJINGA IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

ALLOCATIE IS DE SLEUTEL

Joop van de Groep, asset-allocatiespecialist van vermogensbeheerder Antaurus, licht zijn favoriete grafieken toe. Hij focust op investment-gradebedrijven, de inkoopmanagersindex en de VIX-index.

JOOP VAN DE GROEP

Joop van de Groep is financieel econoom bij de onafhankelijke vermogensbeheerder Antaurus en lid van het investment committee. Hij focust op een vertaling van de wereldwijde macro-economische indicatoren naar de juist asset-allocatie van de klantportefeuilles.



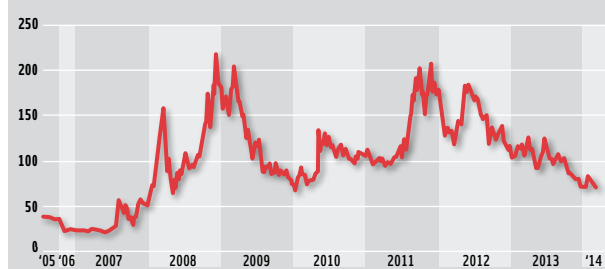
'HET MANAGEN VAN DE RISICO'S BESCHOUW IK ALS EEN VAN DE BELANGRIJKSTE TAKEN'

Verzekering tegen faillissement

De iTraxx Europe Index bestaat uit 125 investment grade-bedrijven met een Moody's rating van Baa3 of hoger en een S&P's rating van BBB of hoger. Elk bedrijf telt voor 0,8% mee in de index. De index geeft weer hoe duur het is om investment grade-obligaties te verzekeren tegen faillissement. De standaardlooptijd is vijf of tien jaar. Deze grafiek geeft de (on)rust weer op de kapitaalmarkten. Bij een stijgende trend neemt de spanning op de kapitaalmarkten toe. Bouw in dat geval liquiditeit en edelmetalen op.

Premies dalen

iTraxx Europe Index



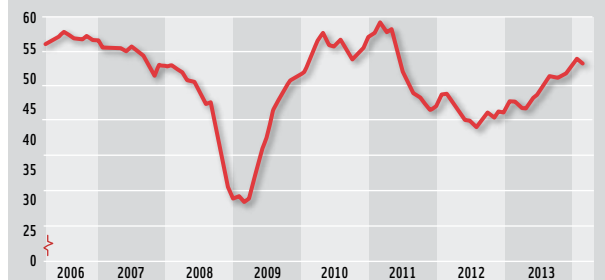
Bron: Bloomberg

Focus op inkoopmanagersindex

De Inkoopmanagersindex (PMI) heeft een aanzienlijke voorspellende waarde. Een stand van de index boven de 50 duidt op verhoogde economische activiteit en dus aantrekkelijke economische groei. Een stand onder de 50 duidt op de tegengestelde ontwikkeling. Voor wie wereldwijd belegt, is het van belang om bepaalde regio's te overwegen dan wel te onderwegen. Als de inkoopmanagers positiever worden, nemen de bedrijfsresultaten doorgaans toe. Dat is een steun in de rug voor de aandelenkoersen.

Inkopers herwinnen vertrouwen

PMI Index Europa



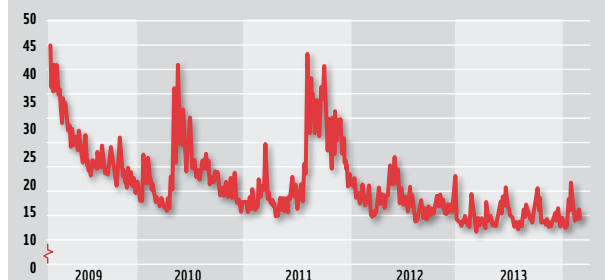
Bron: Bloomberg

De prijs van volatiliteit

Particulieren kijken vaak naar het behaalde rendement zonder zich af te vragen met hoeveel risico dat gerealiseerd is. Professionals stellen daarentegen aan de hand van risico-indicatoren de gewenste beweeglijkheid van de portefeuille vast. Daarna wordt het rendement geoptimaliseerd door het aanpassen van de asset-allocatie. Specifiek voor aandelen is de Volatility index S&P 500 belangrijk. Een stijgende VIX betekent toenemende beweeglijkheid en risico's. Dan is het verstandig om aandelen af te bouwen. ■

Volatiliteit op laag niveau

VIX (Volatility index S&P 500)



Bron: Bloomberg

DE DIGITALE GENERATIE



Al meer dan 25 jaar analyseert en investeert Carmignac Gestion met succes in de bedrijfstakken die bouwen aan de wereld van morgen. Dat blijven we doen voor de komende generaties. Lokale demografische ontwikkelingen, nieuwe grenzen, verschuivende consumententrends, veranderingen in levensstijl - wij verrichten onze research zonder ideologische vooroordelen en investeren met overtuiging.

Bovendien sturen we onze risicoblootstelling op de aandelen-, obligatie- en valutamarkten door middel van een actief beheer voortdurend bij om de waarde van het vermogen van onze cliënten zo goed mogelijk te beschermen en te verhogen. Meer informatie kunt u vinden op onze website: www.carmignac.nl

25 jaar succesvol in een wereld van veranderingen



ACTIEVE BELEGGER KENT HET KLAPPEN VAN DE ZWEEP WEL

NEDERLANDSE PARTICULIER VRAAGT TE WEINIG ADVIES

Particuliere beleggers krijgen vaak het verwijt dat ze instappen als aandelen net een stevige rit hebben gemaakt. Maar enquêtes laten zien dat actieve en vermogende particulieren juist wel tijdig de draai maken naar meer risico.

TEKST FRANK VAN ALPHEN

Sinds de herfst van vorig jaar zijn particuliere beleggers weer optimistisch gestemd over de beurs. Dat blijkt uit de ING BeleggersBarometer, een onderzoek dat ING sinds 2006 houdt onder beleggers. De zonnige visie van beleggers is een combinatie van hun verwachtingen op het persoonlijke financiële vlak, de economie in het algemeen en de aandelenbeurs.

Het optimisme kan volgens Bob Homan, hoofd ING Investment Office, tegen een stootje. 'Koersdalingen in januari en problemen in de Oekraïne leidden niet tot een scherpe daling van het vertrouwen. Ik zie geen paniekerige reacties zoals tijdens de kredietcrisis.'

Het grote verschil met eind jaren negentig is volgens Homan het aan-



tal beleggende huishoudens. 'Rond 2000 waren er zo'n 2 miljoen huishoudens die geld staken in aandelen en beleggingsfondsen. Dat aantal is door de crisis gedaald naar 1 miljoen. Meer ervaren beleggers met een doel voor ogen zijn gebleven', aldus Homan.

**'BELEGGER IS
NIET EEN BEETJE
OPTIMISTISCH,
HIJ IS WILD
ENTHOUSIAST'**

Het klassieke verhaal over particuliere beleggers is dat ze hopeloos achter de feiten aan hobbelen in vergelijking met professionals die zich de hele dag verdiepen in het wel en wee van de financiële markten. Particulieren gaan pas weer aandelen kopen als de koersen al gestegen zijn. Wie in januari pas de stap naar meer aandelen heeft gezet, is de koersstijging in 2013 misgelopen.

Aanvullend pensioen

In die zin leest de ING BeleggersBarometer als een grafiek met omgekeerde koop- en verkoopadviezen. Als beleggers het helemaal niet meer zien zitten (zoals begin 2009), is het moment aangebroken om juist aandelen aan te schaffen. Groot enthousiasme onder particulieren in 2007 en begin 2008 was achteraf gezien een perfect verkoopsignaal. 'Extreme waarden, zeker als het gaat over de beursverwachtingen, zijn inderdaad signalen om in de gaten te houden', aldus Homan.

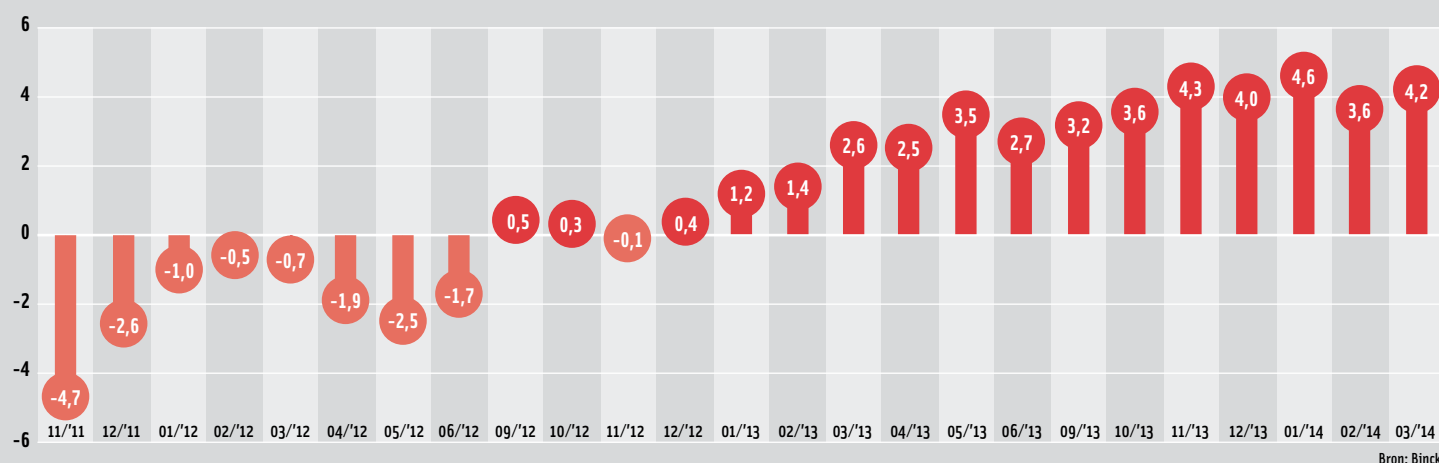
Het beeld van de sneue particulier die altijd de boot mist, is niet helemaal juist. Actieve en vermogende beleggers maakten bijvoorbeeld eerder de draai naar meer risico, zo blijkt uit onderzoeken van Binck en vermogensbeheerder Schroders. De eerste ondervraagt regelmatig klanten. Dat zijn beleggers die doorgaans veel handelen. De tweede doet al jaren onderzoek onder duizenden vermogende particulieren in 23 landen.

De klanten van Binck zien de zon alweer schijnen sinds eind 2012. 'Dit is geen blind optimisme', zegt Peter Siks, die bij Binck cursussen geeft aan beleggers. 'Ik zie twee oorzaken voor de voorkeur voor aandelen. Ten eerste het iets betere klimaat en ten tweede de lage rente op spaarrekeningen en obligaties. Deze twee zaken versterken elkaar.'

Ook Siks heeft de indruk dat particulieren die nu actiever worden op de beurs meer rust en ervaring hebben dan de beleggers die vijftien jaar gele-

Binck- vertrouwensindex

Ontwikkeling van het vertrouwen onder Europese particuliere beleggers (schaal -10 tot +10).



Bron: Binck

ING BeleggersBarometer

Vertrouwen onder particuliere beleggers loopt sinds tweede helft 2013 zeer snel op.



Bron: ING

den de beurzen bestormden. 'Die kwamen vaak naar de beurs om snel veel geld te verdienen. Die instelling kom ik minder tegen.' Homan van ING beaamt dat. 'Negen van de tien beleggers hebben nu een doel. Vijftien jaar geleden had misschien maar één op de tien een duidelijke doelstelling.'

Schroders constateert dat pensioen met stip bovenaan staat in het lijstje met doelstellingen. Zes op de tien beleggers noemen aanvullend pensioen als belangrijkste doel. Slechts 11% zegt voldoende pensioen te verwachten en geen actie te ondernemen. 'Particulieren worden zich meer en meer bewust van hun pensioensituatie,' stelt Michel Vermeulen, directeur van Schroders Benelux.

Voorkom paniek

Om te kijken wat voor vlees Siks in de kuip heeft, vraagt hij cursisten welk rendement ze verwachten te maken. 'De meeste particulieren hebben een realistische rendementsverwachting. Ze verwachten tussen de 6 en 10% rendement te boeken op de langere termijn. Wie veel meer wil halen, zal grote risico's moeten nemen.'

Volgens Siks is de vergelijking tussen professionals en particulieren niet helemaal terecht. 'Veel professionals hebben niet een visie op de markt

maar proberen geld te verdienen met arbitrage. Dat kom je maar zelden tegen bij particulieren. Die hebben juist wel een visie op de richting van de markt en passen hun portefeuille aan die visie aan.'

Homan van ING is ook van mening dat institutionele beleggers niet per definitie rationeler beleggen dan particulieren. 'Ook bij bijvoorbeeld pensioenfondsen zie je procyclische elementen. Als de dekkingsgraad stijgt omdat de koersen zijn opgelopen, gaan ze meer geld steken in aandelen.'

Siks wijst op het verschil in beleggingshorizon. 'Een particulier heeft meestal een doel voor ogen. Die wil bijvoorbeeld over vijftien jaar minder gaan werken. Een pensioenfonds werkt met een horizon van tientallen jaren.'

Siks ziet het in dat kader als zijn taak beleggers op te voeden. Hij leert zijn cursisten het BIG-concept in het achterhoofd te houden. BIG staat voor 'behoud, inkomen en groei.' 'Het is verstandig je beleggingen in die categorieën in te delen. Beleggers die zo werken, houden het overzicht en raken niet zo snel in paniek.'

Nederlandse beleggers zijn niet een beetje optimistisch, ze zijn wild enthousiast. Dat beeld doemt op uit het onderzoek dat Schroders eind februari heeft gepubliceerd. 'Twee op

de drie beleggers in Nederland kijken met meer vertrouwen naar de komende twaalf maanden dan een jaar geleden. Die omslag is al in de eerste helft van 2013 nadrukkelijk ingezet, zo blijkt uit het onderzoek. Het is opvallend dat Nederlandse beleggers zo veel afwijken van andere Europese beleggers,' zegt Vermeulen van Schroders. 'Dat is niet eerder voorgekomen. Wellicht speelt een rol dat de crisis hier minder diep is gevoeld dan in andere Europese landen.'

Gut feeling

Het Schrodersonderzoek laat ook andere uitkomsten zien dan het ING-onderzoek omdat Schroders zich richt op vermogende particulieren. De respondenten hebben gemiddeld € 73.000 aan vrij belegbaar vermogen. Ze zijn vrijwel allemaal van plan de komende maanden meer geld in aandelen te steken.

'NEDERLANDSE BELEGERS GAAN LIEVER OP HUN GUT FEELING AF'

De jubelstemming onder de Nederlandse beleggers kan volgens Vermeulen te danken zijn aan hun zelfvertrouwen. 'De Nederlanders wijken ook op een ander punt af: in vergelijking met andere landen maken Nederlandse beleggers veel minder gebruik van adviseurs. Ze gaan liever op hun gut feeling af,' aldus Vermeulen. 'Wellicht vormt het ontbreken van die "sanity check" een reden voor extreme uitslagen in pessimisme en optimisme.' Vermeulen vermoedt een verband met de afschaffing van de distributievergoeding. 'De belegger heeft gezien hoeveel hij vanaf dit jaar moet gaan betalen voor advies. Toen beleggers dat vorig jaar nog niet wisten, zeiden ze nog dat ze waarschijnlijk wel een adviseur in de arm zouden gaan nemen.' Ruim 40% van de beleggers is sowieso niet van plan geld neer te leggen voor advies.

Vermeulen waarschuwt dat de allergie voor betaald advies kan leiden tot ongelukken. 'Beleggers zeggen dat ze beleggingen drie tot vijf jaar aanhouden. In de praktijk doet lang niet iedereen dat. Gemiddeld blijven beleggers veertien maanden in een beleggingsfonds zitten. Dan loop je het risico te snel afscheid te nemen.' ■

FRANK VAN ALPHEN IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.

HISTORISCH RENDEMENT VAN REBATEVRIJE FONDSSEN LIGT NOG NIET HELEMAAL VAST

INDUSTRIE HEEFT GEVOLGEN PROVISIEVERBOD NOG NIET VOLLEDIG VERWERKT

In het provisieverbod staat niet hoe rendementen van rebatenvrije fondsen verlengd mogen worden om fondsprestaties te kunnen vergelijken, maar de sector ziet het belang van consistentie.

TEKST BARBARA NIEUWENHUIJSEN

Sinds de invoering van het provisieverbod, per 1 januari, zijn er veel beleggingsfondsen zonder of met nauwelijks historie. Om aan de nieuwe regels tegemoet te komen, hebben veel fondshuizen nieuwe provisie-vrije fondsen opgericht. Daarnaast zijn er ook fondshuizen die binnen een bestaand fonds de kosten verlaagd hebben. Veel Nederlandse fonds-aanbieders verlaagden voor hun Nederlandse fondsen de kosten binnen het fonds, maar zetten voor hun Luxemburgse fondsen een nieuwe rebatenvrije share class naast de bestaande.

In het eerste geval heeft een fonds gewoon een historisch rendement, maar in het tweede geval in principe niet en is het daarom lastiger na te gaan hoe een bepaalde manager het in het verleden heeft gedaan.

Om hier wat aan te doen geven dataproviders als Morningstar, Lipper en

VWD Group fondshuizen de mogelijkheid het rendement van het oude rebatenvrije fonds aan het rendement van het nieuwe fonds te plakken.

Dataproviders

'Wij hadden eind 2012 in het Verenigd Koninkrijk een vergelijkbare situatie als eind vorig jaar in Nederland,' zegt Andy Pettit, directeur data en research bij Morningstar VK. 'Er zijn drie manieren om hiermee om te gaan: je toont geen historie van nieuwe rebatenvrije fondsen, je plakt de historie van het vergelijkbare rebatenvrije fonds vast aan dat van het nieuwe rebatenvrije fonds, of je doet alsof het fonds altijd al rebatenvrij was door het rendement van het rebatenvrije fonds aan dat van het rebatenvrije te plakken en daarbij met terugwerkende kracht de rebates uit het fonds te halen'

Pettit: 'Dit laatste wordt door sommigen als misleidend gezien, omdat niemand dit rendement ook daadwerkelijk behaald kan hebben.'

Morningstar koos voor de tweede optie (simpelweg plakken van rebatenvrij aan rebatenvrij) omdat wij het

belangrijk vinden dat beleggers fondsen over meerdere jaren met elkaar kunnen vergelijken'

Dit beleid is volgens Pettit afgestemd met de Britse Investment Management Association (IMA), de vereniging van assetmanagers aldaar. 'Het is in het belang van iedereen dat er consistentie zit in de manier waarop met deze zaken wordt omgegaan.'

Slechts een handjevol fondshuizen wil volgens hem niet meewerken. Dit wil echter niet zeggen dat de dataprovider alle rendementen al verlengd heeft, maar hier wordt aan gewerkt.

Dit plakken van rendementen is overigens niets nieuws. Dit komt ook voor als fondshuizen om een andere reden nieuwe share classes naast bestaande zetten of een fonds bijvoor-

beeld verhuist, waarbij het oude fonds in feite wordt opgeheven en er elders een nieuw fonds wordt opgericht.

Europese regelgeving staat dit toe. In Ucits IV staat dat het toegestaan is historisch rendement te simuleren door de performance van een andere oudere share class te gebruiken als de beleggingen in twee share classes niet materieel van elkaar verschillen.

Ook Lipper en VWD Group bieden fondshuizen de mogelijkheid historische rendementen te verlengen. 'Wij verwachten een toenemend aantal verzoeken hiertoe binnen te krijgen,' zegt Kevin Pollard, Methodology Research Analyst bij Lipper. Lipper biedt volgens Pollard in lijn met de aanbevelingen van de IMA de mogelijkheid de duurste vergelijkbare rebatenvrije retail share class van een fonds aan dat van het rebatenvrije fonds te plakken.

Fondshuizen

VWD Group zegt ook op verzoek historische rendementen van rebatenvrije fondsen te verlengen. Fondshuizen moeten hiervoor bij deze dataprovi-

'WIJ VERWACHTEN MEER VERZOEKEN VOOR VERLENGEN VAN HISTORISCHE RENDEMENTEN'



FOTO: HET BINNENHOF DEN HAAG. DOOR: HOLLANDESE HOOGTE

ders zelf informatie aanleveren. VWD Group geeft aan inmiddels verzoeken te hebben ontvangen van een hele rij fonds-aanbieders. Van twee fondshuizen is de historie van rebatenvrije fondsen inmiddels al aangevuld.

BlackRock laat in een reactie weten dat de meeste van zijn rebatenvrije fondsen al bestonden voor het retrocessieverbod van kracht werd en daarom al wel een track record hebben. 'Wij plakken dus geen rendementen aan elkaar vast en tonen op onze website gewoon de werkelijke historie.' Het fondshuis zegt hier ook geen verzoeken over in te dienen bij 'data venders.' Dat BlackRock wel op het lijstje van VWD Group staat, komt volgens het fondshuis doordat een klant hier toe voor een aantal BlackRockfondsen een verzoek heeft ingediend. BlackRock is hiermee akkoord gegaan, maar is niet van plan zijn eigen beleid om alleen de daadwerkelijke historie in zijn factsheets en dergelijken te tonen, te veranderen.

De Nederlandse vereniging van assetmanagers Dufas laat in een reactie weten dat historische rendementen van rebatenvrije fondsen mogen wor-

den verlengd, maar niet moeten worden omgerekend als ware het fonds altijd al zonder rebate. 'Dit is een industrieconventie, afgesproken met onder andere Morningstar, Lipper en S&P. Dufas inventariseert momenteel of iedereen zich hierin kan vinden.

Fidelity laat in reactie hierop weten de lijn van Dufas te volgen.

Banken

Blijven over de afnemers van de data en de toezichthouder. ABN Amro geeft aan ervoor gekozen te hebben geen rendementen aan elkaar vast te plakken. 'Reden is dat we vinden dat het voor de klant objectief reconstrueerbaar moet zijn welk rendement gemaakt is,' aldus de bank.

ABN maakt echter gebruik van data van Lipper. ABN: 'Wij hebben bij onze dataprovider nagevraagd hoe met de rendementen wordt omgegaan. De dataprovider levert op het moment rendementen aan van rebatenvrije fondsen die niet "geplakt" zijn. Wij blijven voorlopig de huidige methode van rendementsvergelijking hanteren. Maar wij stellen ons blijvend

op de hoogte van de marktontwikkelingen over het tonen van rendementen van deze rebatenvrije fondsen. Overigens lijkt het ons van groot belang dat er een duidelijke vermelding opgenomen wordt voor beleggers indien dataproviders (tevens) een rendement gaan leveren dat "geplakt" is.'

ING werkt ook met Lipper, maar zegt fondshuizen juist aan te moedigen om met Lipper te werken om deze gegevens zichtbaar te maken voor de rebatenvrije varianten van hun fondsen.

Rabobank werkt met Morningstar en zegt dat voor het grootste gedeelte van de fondsen dit probleem niet speelt, omdat er is geruild naar bestaande fondsen. Voor de overige fondsen kunnen klanten van de bank nu zowel het rendement van het rebat-

envrije als van het rebat houdende fondsen zien.

Om het voor klanten overzichtelijker te maken heeft de bank Morningstar echter gevraagd ook voor de overige fondsen zo snel mogelijk de aangeplakte rendementen te tonen.

Toezichthouder AFM laat weten geen bezwaar te hebben tegen het verlengen van historische rendementen, maar wijst erop dat dit in principe alleen mag bij fondsen met een 'gelijksoortig' beleggingsbeleid.

Wordt een rendement aan een gelijksoortig ander fonds geplakt, bijvoorbeeld bij een fusie, dan moet er volgens de AFM uitdrukkelijk vermeld worden dat er is geplakt. Het plakken van het rendement van een rebatenvrije share class aan het rendement van een rebat houdende share class van hetzelfde fonds is echter toegestaan zonder vermelding.

Terugrekenen als ware een fonds altijd al rebatenvrij mag volgens de AFM echter ook, mits daar een externe accountant bij betrokken wordt. ■

**'WIJ PLAKKEN GEEN
RENDEMENTEN AAN
ELKAAR EN TONEN
DE WERKELIJKE
HISTORIE'**

BARBARA NIEUWENHUIJSEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.



*Wat je niet begrijpt,
is altijd een risico.*

Beleggen volgens Delta Lloyd.

We kunnen niet voorspellen hoe de financiële markt zich ontwikkelt. Daarom is Delta Lloyd ervan overtuigd dat je de risico's goed moet kennen. Wij beleggen volgens het principe: wat je niet begrijpt, is altijd een risico. Hierbij vertrouwen we vooral op ons eigen onderzoek. Zo weten we precies waar we in beleggen en kennen we de risico's. Kijk op deltalloyd.nl of ga naar uw adviseur als u meer wilt weten.

Kritisch op het juiste moment **delta lloyd**

DE COMEBACK KIDS

Benchmarkers



De belangrijkste aandelen- en obligatie-indices laten de winnaars en de verliezers van het eerste kwartaal goed zien. Vastrentend doet het onverwacht goed.

Asset classes

Aandelen, obligaties en valuta

MSCI AC World Index Daily Net	-0.09%
JPM Global Aggregate Bond Index	1.51%
FTSE EPRA/NAREIT GIB TR	2.04%
S&P GSCI Index Spot Index	2.30%
USD-EUR X-RATE	-0.85%

Regio's

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

MSCI USA EUR	0.92%
MSCI EUROPE	0.61%
HSBC MSCI JAPAN INAV EUR	-4.64%
MSCI Asia Pac xJP Eur	-2.14%
MSCI Emerging Markets Daily Ne	-5.19%
USD-EUR X-RATE	

Credits

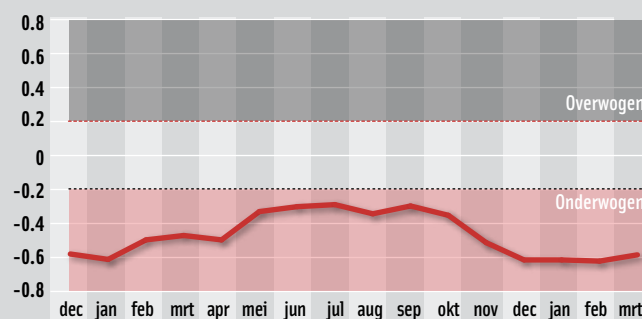
Iboxx OA PR	2.06%
Iboxx Global Inflation-Linked	2.10%
Iboxx CRP OA PR	1.44%
Iboxx Iboxx Eur High Yield Core Tmt	1.58%
JPMorgan EMBI Diversified	2.03%
USD-EUR X-RATE	

Consensus aanbevelingen



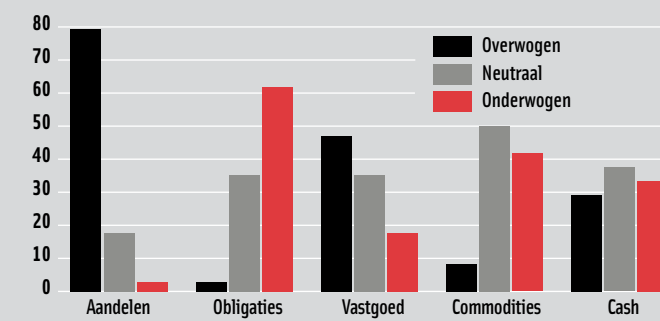
De meer dan veertig fondshuizen die aan de maandelijkse asset-allocatiepoll meedoen, bouwen hun exposure naar staatsobligaties niet verder af. Er lijkt een bodem in de markt te zijn gelegd.

Consensus obligaties december 2012 - maart 2014



Fondshuizen blijven evenals voorheen een sterke voorkeur hebben voor aandelen.

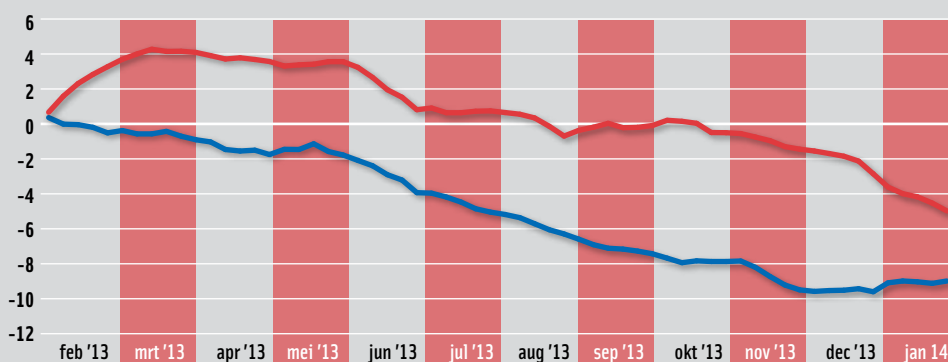
Consensus voor asset-allocatie



Opkomende markten

- Staatsobligaties
- Aandelen

Sinds mei 2013 is er sprake van een aanhoudende kapitaalvlucht uit opkomende landen, maar sinds de jaarwisseling keren koopjesjagers terug in de markt.



Bron: Alpha Research

ASSET-ALLOCATIEDASHBOARD

OBLIGATIES ZIJN ALS VEILIGE HAVEN PLOTS WEER VOLLEDIG IN TREK

De eerste opiniewijzingen zijn al weer binnen, wat aangeeft dat asset-allocatie niet statisch is. Aandelen blijven de meest aantrekkelijke beleggingscategorie, maar er zijn een paar opmerkelijke ontwikkelingen.

Het afnemende enthousiasme voor Amerikaanse aandelen komt tot uitdrukking in een mindere performance dan Europese aandelen. Bij de verschillende obligatie-categorieën vallen de rendementen mee. Nu staatspapier als veilige haven dient gezien de onzekerheid in Oekraïne, vallen de positieve rendementen op.

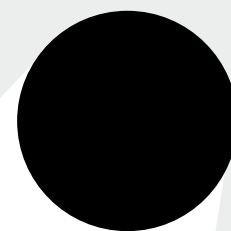
Bij aandelen neemt het enthousiasme voor de regio opkomende markten verder af, met nog net de aanbeveling 'neutraal'. Europa heeft de absolute voorkeur gevolgd door Japan, VS, Azië exclusief Japan en met emerging markets als hekkensluiter.

Bij de verschillende obligatie-categorieën waren staatsleningen onder fondshuizen eind vorig jaar totaal niet aantrekkelijk. Maar de koersen stijgen weer en de consensusopinie verbetert. De uitstroom uit obligatiefondsen is gestopt. Emerging market debt heeft al negen maanden met verkopen te maken, terwijl de consensusgroep een neutrale opinie heeft. Nu de koersen weer stijgen is het een interessante beleggingscategorie om nauwkeuriger te volgen.

Als meest aantrekkelijke obligatie-categorie wordt nog steeds high yield genoemd, gevolgd door bedrijfsobligaties en obligaties uit opkomende markten. Ondanks de zoektocht naar veilige havens blijft de consensus voor staats- en inflatie beschermende obligaties nog steeds weinig animo te hebben, maar het verbetert wel.

EELCO UBBELS IS OPRICHTER EN DIRECTEUR VAN ALPHA RESEARCH.





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



T. Rowe Price 
INVEST WITH CONFIDENCE

Asia • Australia • Europe • Middle East • The Americas

Uitgegeven door T. Rowe Price International Ltd ('TRPIL'), 60 Queen Victoria Street, Londen EC4N 4TZ, geautoriseerd en gereguleerd door de UK Financial Conduct Authority (de 'UK FCA'). Dit materiaal is niet bestemd voor gebruik door particuliere cliënten zoals bepaald door UK FCA. T. Rowe Price, Invest With Confidence en het logo van het dikhoornschaap zijn handelsmerken en/of geregistreerde handelsmerken van T. Rowe Price Group, Inc. in de Verenigde Staten, de Europese Unie, Australië, Canada, Japan en andere landen. Dit materiaal is vervaardigd in het Verenigd Koninkrijk.

DE EERSTE REKENINGEN KOMEN ERAAN

DE PRIJS VOOR TRANSPARANTIE MOET NU LETTERLIJK WORDEN BETAALD

Per 1 januari is het provisieverbod van kracht. Banken wachten gespannen de reactie van hun klanten af als de eerste kwartaalrekening op de mat valt. De Britse praktijk leert dat execution only de winnaar kan zijn.

TEKST BARBARA NIEUWENHUIJSEN

Sinds begin dit jaar zijn provisies rondom beleggingsdienstverlening verboden en moeten beleggers banken en vermogensbeheerders direct voor hun diensten gaan betalen. In april zullen bij veel klanten de eerste rekeningen binnenkomen en zal duidelijk worden hoe dit bij hen gaat vallen.

'Als we klanten nu vragen of ze in advies blijven, dan antwoordt de overgrote meerderheid dat ze dat zullen doen, maar als ze volgend jaar de eerste rekeningen op de mat krijgen, dan gaan we pudding eten,' zei hoofd beleggingscompetence Bert van den Broek van Rabobank eind vorig jaar tijdens een debatmiddag bij Morningstar.

Rabobank wil niet vooruitlopen op hoe klanten zullen gaan reageren. 'We wachten dit af,' aldus een woordvoerder. Zij merkt daarbij echter op dat de bank zich bewust is van het feit dat klanten op de een of andere manier kunnen reageren als zij 'een hogere of hoog ogende rekening ontvangen, ook al weten ze dat die komt'.

In Groot-Brittannië is al sinds 2013



FOTO: BERT VAN DEN BROEK

een provisieverbod voor al het nieuwe geld onder advies van kracht (execution only volgt in april).

Uit cijfers van het Britse onderzoeksbureau The Platform blijkt dat steeds minder mensen het beleggen van hun vermogen grotendeels of he-

**RABOBANK:
'ALS DE EERSTE
FACTUUR OP DE
MAT VALT, GAAN
WE PUDDING ETEN'**



FOTO: JOS TER AVEST

lemaal overlaten aan een vermogensbeheerder of adviseur en steeds meer mensen zelf gaan beleggen, waarbij ze zo nodig af en toe de hulp van een professional inschakelen.

Directeur Holly MacKay van The Platform verwacht dat deze trend zal doorzetten, ook als er straks direct betaald moet worden voor execution only-beleggen. 'Ook dan zal execution only-beleggen goedkoper zijn, dan beleggen met een adviseur,' zegt ze.

In Nederland kijken te veel mensen bij het maken van een keuze tussen advies, beheer of zelf beleggen alleen maar naar de prijs, verklaarde onlangs de nieuwe algemeen direc-

teur van ABN Amro MeesPierson Jos ter Avest. Het illustreert de zorg die bij de marktleider in beleggingsadviesering bestaat.

'Je doet het er niet bij'

In de aanloop naar het provisieverbod was er bij ABN Amro MeesPierson een beweging van advies naar beheer zichtbaar, maar was er ook een beweging van advies naar execution only. 'Execution only is goedkoper dan advies of beheer,' zegt Ter Avest. 'Beleggen is echter niet iets wat je er zomaar even bij doet. Daar heb je echt expertise, tijd en aandacht voor nodig. Zeker als het om grote bedragen gaat, is zelf beleggen niet altijd verantwoord.' De verhouding tussen execution only, advies en beheer is bij ABN Amro MeesPierson nu ongeveer 30-40-30.

ING geeft ook aan dat klanten naar zelf beleggen en beheer overstappen. De verhouding tussen execution only aan de ene kant en advies en beheer aan de andere kant is bij ING nu ongeveer 50-50. De bank zegt zich hier echter geen zorgen over te maken. 'Klanten moeten vooral kiezen wat zij willen. Als zij hier maar goed over nadenken.'

BARBARA NIEUWENHUIJSEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

ROBOTS MARCHEREN OP NAAR DE WERKPLAATS

'47% VAN DE BANEN IN DE VS LOOPT GEVAAR DOOR AUTOMATISERING'

Verandering is overal, waardoor we een nieuw tijdperk binnentreden: de 'shift age'. Geestdodend werk verdwijnt, hoogwaardige, creatieve banen komen er voor terug. Beleggers die tijdig inspelen op de megatrend van robotisering en automatisering kunnen ervan profiteren.

TEKST CEES VAN LOTRINGEN

Aan het einde van de zeventiende eeuw werd het Engelse platteland overspoeld door armen. Ze hadden de toegang tot de zogenaemde 'gemene gronden' verloren. Dat kwam doordat de feodale heren van de gemeenschappelijke gronden exclusief privéterrein maakten, terwijl iedereen die tot de gemeenschap behoorde er tot dan toe gebruik van had mogen maken. Hiertoe werden ze aangespoord door de opkomst van grootschalige en winstgevende kledingproductie. Het bouwland werd in schaapsweiden veranderd. Voor het landvolk leidde dat tot extreme armoede en hongersnood. Er ontstond een proletariaat dat zich als ongeschoolde en goedkope arbeidskrachten noodgedwongen liet inzetten in de fabrieken van de 'happy few' — het Utopia van Thomas More was ten einde.

Nu, ruim drie eeuwen later, lijkt andermaal sprake van veranderingen die

de structuur van de samenleving en de economie extreem zullen veranderen. De Amerikaanse futurist David Houle spreekt van 'Entering the Shift Age': 'Verandering is overal, in de wijze van communicatie, wat we voor de kost doen, de waarden die we erop na houden, de manier waarop we onze kinderen opvoeden. Door de wereldwijde economie, de kracht van het internet en de explosie van technologie treden we een nieuw tijdperk binnen: de "shift age", waarin alles zo snel verandert dat het de norm wordt.'

Geestdodend werk

Een technologische verandering die het leven van mens en samenleving op zijn kop zal zetten, is automatisering en robotisering. Wetenschappers Erik Brynjolfsson en Andrew McAfee schrijven in *The Second Machine Age* dat robots het saaie, geestdodende werk van ons zullen overnemen en dat ze ons als geheel rijker en gelukkiger zullen maken. Andere wetenschappers, zoals Carl Frey en Michael Osborne van Oxford University, belichten in een recente paper vooral ook de risico's: in de Verenigde Staten zou 47%

van de banen bedreigd worden door deze technologische ontwikkeling. Zij denken daarbij aan banen in het transport, de logistiek, maar ook op kantoor en in de administratie. Arbeidsplaatsen waar veel kennis en vaardigheden voor nodig zijn, lijken daarentegen het minst gevoelig voor de robotisering van de werkplaats. De International Federation of Robotics (IFR) denkt dat de robotindustrie meer banen zal creëren dan robots overbodig zullen maken. Zij schat in dat er door de inzet van robottechnologie in de komende acht jaar in de VS 1,9 tot 3,5 miljoen banen zullen worden geschapen.

Deze robotrevolutie, die nog in de kinderschoenen staat, biedt ook beleggers grote kansen. Dat geldt vooral voor de 'early investors', waarbij vaak ter voorbeeld wordt verwezen naar

**DE KANSEN VOOR
EARLY INVESTORS
ZIJN ZEER GROOT;
KIJK MAAR NAAR
APPLEBELEGERS**



hen die tijdig inspeelden op de computerrevolutie van dertig jaar geleden: zo heeft Microsoft volgens de Amerikaanse nieuwsbrief 'Technology & Opportunity' sinds zijn beursgang een koersrendement geboekt van 82.000% en bracht Apple zijn beleggers 32.000% koerswinst.

Wie in robottechnologie en -bedrijven wil beleggen, moet echter weten wat hij doet. Zo wordt deze markt doorgaans in drie categorieën onderverdeeld: industriële robots, service-robots en consumentenrobots. Defensierobots worden veelal tot de tweede categorie gerekend. Bovendien zijn sommige nieuw, zoals robots voor de gezondheidszorg, en zijn anderen al lang actief, zoals robots voor fabrieken en voor defensie.

De wereldwijde markt voor industriële robots werd in 2012 ongeveer \$ 8,5 mrd groot geschat, maar volgens de IFR kan dat stijgen tot \$ 26 mrd als de kosten voor software en engineering dalen; de markt voor service-robots zou ongeveer \$ 3,4 mrd en voor consumentenrobots \$ 1,2 mrd groot zijn.

Er zijn nu vijf robotbedrijven aan Amerikaanse beurzen genoteerd: iRobot, Intuitive Surgical, Adept Technology, Hansen Medical en Mazor Robotics. Winstgevend zijn er slechts twee: iRobot en Intuitive Surgical.

iRobot, dat bekend is van robotstofzuigers en goot- en -vloerreinigers, behaalde in 2013 een koersrendement van maar liefst 85%. Dit was vooral te danken aan nieuwe beleggers, waar-

door de waardering van het aandeel sterk steeg. Intuitive Surgical heeft de hand van de chirurg vertaald in instrumentarium dat door een robot wordt bediend. Maar recente ontwikkelingen, zoals het terugroepen van producten en een waarschuwingsbrief van de toezichthouder voor de gezondheidszorg FDA, laten het embryonale risico van zulke start-ups zien. Terwijl in 2012 omzet en winst nog met respectievelijk 25 en 32% stegen, vielen de resultaten vorig jaar tegen.

Robo-Stox-index

Er zijn inmiddels een index en een ETF die deze megatrend proberen te tracken: Robo-Stox. Deze index is echter breder dan enkel pure robotbedrijven als iRobot, Fanuc en het Zwitserse ABB. Er zijn 78 bedrijven in opgenomen, variërend van bedrijven die fysieke robots maken tot bedrijven die software en technologie maken die voor automatisering en robots nodig zijn. Bij de indeling van de index is bovendien een onderscheid gemaakt tussen zogenaemde 'Bellwether'- en 'non-Bellwether'-bedrijven — de eerste categorie is indicatief voor de performance van het segment, de tweede categorie is voor zijn omzet en winst niet volledig afhankelijk van robottechnologie.

De Bellwetherbedrijven (40%) zijn in de marktgewogen index opgenomen voor 2,35% per aandeel en de tweede categorie (60%) voor 0,98%. De op 22 november gelanceerde ETF staat nu op een rendement van meer dan 5% en kost 98 basispunten.

Nadeel van de ETF is dat de non-

Bellwetherbedrijven niet maatgevend (genoeg) zijn voor robottechnologie en hun ontwikkelingen, zegt Xavier Chollot van Pictet Asset Management. De Zwitserse assetmanager kiest dan ook voor een andere aanpak. Hij richt zich vooral op de \$ 110 mrd grote automatiseringsmarkt, waarvan robotisering minder dan 10% uitmaakt, maar die sterk groeit.

Er is een duidelijk aanwijsbare groeiemarkt: China, waar stijgende loonkosten en inflatie aanleiding zijn voor een ongekende 'catch up', zegt Chollot. Vooral de Chinese autoindustrie automatiseert in hoog tempo, waardoor de kwaliteit verbetert, de kosten per eenheid product dalen en het marktaandeel stijgt.

'De kansen zijn er ongekend als je beseft dat de autopenetratie in China 6% is, tegen 65% in de VS. Tegelijkertijd kent China nog maar 10 robots per 10.000 werknemers, tegen 300 per 10.000 in Japan en 150 gemiddeld wereldwijd. Dat geeft aan hoe groot deze markt wel is,' zegt Chollot.

De markt voor robottechnologie wordt beheerst door Japanse bedrijven als Kawasaki, maar ook het Zwitserse ABB en het Duitse Kuka spelen driftig een deuntje mee. Hij zegt dat vooral autobedrijven, zoals de Duitse, een belangrijke rol hebben gespeeld bij de ontwikkeling van robottechnologie. 'Vaak zijn ze loyaal aan bedrijven die de automatisering en de robotisering van hun productieprocessen voor hun rekening hebben genomen. Daar kom je dan als nieuwe toetreders moeilijk tussen,' zegt Chollot, die het Pictet Clean Energy Fund beheert.

Hij adviseert beleggers dan ook zich niet zozeer op robots, maar op de bredere automatisering te richten. 'Dat is een langetermijntrend waar je wel kortetermijnrisico's hebt zoals de financiële crisis en conjunctuurcycli. Maar de langetermijntrend is onmiskenbaar: de werkplaats automatiseert.' ■

'GLOBALISERING, TECHNOLOGIE EN INTERNET MAKEN DAT VERANDERING DE NORM WORDT'

CEES VAN LOTRINGEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.





BETTER THINKING FOR MODERN MARKETSSM

INVESTING TODAY POSES DIFFICULT QUESTIONS.

Times are uncertain. Markets are in flux. The challenges seem overwhelming – and they certainly won't be overcome by falling back on yesterday's thinking. When nothing else is working, it's time to question conventional wisdom and ask, "What if...?"

What if I could put short-term volatility in perspective and focus on long-term plans?
What if I could learn more about investing so I could make better decisions? What if I could achieve my goals after all?

If you're ready for a new perspective, then you're ready for **Durable Portfolio Construction**.[®]
Just ask yourself, "What if...?"

VISIT DURABLEPORTFOLIOS.COM TO SAMPLE SOME OF OUR THINKING ON INVESTING IN TODAY'S COMPLEX AND VOLATILE MARKETS.

'WEES FLEXIBEL EN BLIJF DAT'

FIXED-INCOME GEDEELTE PORTEFEUILLE BEHOUDT RENDEMENTSKANSEN

Veilige staatsobligaties en bedrijfsleningen zijn kwetsbaar voor een normalisering van het monetaire beleid. Diversificatie biedt uitkomst, zo werd benadrukt tijdens een Fondsnieuwsmasterclass.

TEKST JEROEN BOOGAARD

De crisis op de Krim, een harde landing van de Chinese economie en deflatie in de eurozone. Beleggers zien als vanouds veel beren op de weg, maar Chris Morris, co-hoofd beleggingen van Amundi in Londen en voormalig top-econoom bij het IMF, maakt zich niet al te veel zorgen. Volgens hem zal de onrust in opkomende markten het economisch herstel in de ontwikkelde landen niet belemmeren, gezien de beperkte handelsrelaties. Ook verwacht hij dat China op het groeipad blijft, nu het schaduwbankieren wordt aangepakt.

Morris is vooral optimistisch over de Amerikaanse economie. Hij wijst op het feit dat de voorraad nieuwe eengezinswoningen op het laagste niveau is beland sinds de jaren vijftig en de gemiddelde leeftijd van een auto bijna twaalf jaar bedraagt, terwijl Amerikanen normaliter om de acht jaar een nieuwe auto kopen. Anders dan het IMF is hij ook niet bezorgd om deflatie. 'Analyse van de prijsstelling van internetwinkels laat hogere inflatiecijfers zien dan de officiële en zijn een vooruitlopende indicator.'

De aantrekkende economische

groei en stabilisatie van de inflatie zullen het einde van de decennialang durende bullmarkt in obligaties inluiden, zo verwacht Jacques Keller, die leiding geeft aan de productspecialisten bij Amundi in Londen. 'Staatsobligaties in kernlanden als de VS en Duitsland zijn duur. Als het monetaire beleid in de komende twee jaar wordt genormaliseerd, dan kunnen we een uitverkoop van veilige obligaties verwachten.'

Wereldwijde scope

Maar dat betekent niet dat het vastrentende deel van de beleggingsportefeuille reddeloos verloren is, zeggen de Amundispecialisten. Door flexibiliteit en een wereldwijde benadering te combineren met risicobeheer is wel degelijk rendement te behalen. Zo adviseert Amundi zijn klanten de belegging te concentreren op de periferie en bedrijfsobligaties in plaats van staatsobligaties van de kernlanden.

Grégoire Pesquès, hoofd van het credit team, vindt dat in euro gedenomineerde bedrijfsobligaties op basis van de yield ratio nog altijd goedkoop zijn. Maar beleggers zullen volgens hem wel flexibel moeten zijn en blijven. 'Het is wachten op de laatste opgaande beweging in de huidige bullmarkt. Op een gegeven moment zal de rente ook in Europa gaan stijgen en komt er een draai uit bedrijfsobligaties.' Omdat dit vanwege de lage liquiditeit in Europa



tot een grote verkoopdruk kan leiden, maakt Amundi gebruik van liquide valuta's om risico's te reduceren.

Ook Wim Barentsen, hoofd beleggingsstrategie van Syntrus Achmea, verwacht op de middellange termijn

'HET IS WACHTEN OP DE LAATSTE OPGAANDE BEWEGING IN DE BULLMARKT'

een normalisering van de rentetarieven, al gebeurt dat volgens hem in een traag tempo. 'Staatsobligaties in zowel de kern als de periferie van de eurozone alsmede investment grade-bedrijfsobligaties zijn gezien de lage yields niet aantrekkelijk.' Barentsen deelt de mening van Amundi dat een flexibele en wereldwijde strategie binnen het fixed-incomegedeelte een oplossing is. 'Als belegger voor pensioenfondsen heb ik die ruimte echter maar beperkt.'

JEROEN BOOGAARD IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.

FIXED
INCOME

Amundi, een van de leidende vastrentende beleggers in Europa met een beheerd vermogen van meer dan €530 miljard⁽¹⁾

Loop geen
onnodig risico.

Risicoratio: 1,00
De gemiddelde risicoratio is 1,00

1 2 3 4 5 6 7

Lees de Essentiële
Beleggersinformatie.

**Uw vertrouwen
verdienend door
het benutten van kansen
in het vastrentende
universum, waar dan ook.**



amundi.com/nl_du_retail

Amundi Funds Bond Global Aggregate

- Flexibele benadering om te profiteren van kansen in het wereldwijde vastrentende spectrum
- Een van de best presterende obligatiefondsen op de lange termijn⁽²⁾
- Beschikbaar in variant zonder distributievergoeding⁽³⁾

**VERTROUWEN
MOET JE VERDIENEN**

Amundi
ASSET MANAGEMENT

De waarde van uw beleggingen kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.

(1) € 532,4 miljard. Bron: cijfers Amundi Groep per 30/09/2013 (open-end fondsen, dedicated fondsen, mandaten). (2) Gegevens per 31/10/2013 afkomstig van Morningstar, aandelenklassen AU-C, categorieën Global Bond en Other Bond. © 2013 Morningstar, Inc. Alle rechten voorbehouden. De hierin opgenomen informatie: 1. is eigendom van Morningstar en/of haar informatieverstrekkers; 2. mag niet worden gekopieerd of verspreid; 3. is niet gegarandeerd juist, volledig of actueel. Morningstar noch zijn informatieverstrekkers zijn verantwoordelijk voor eventuele schade of verliezen die voortvloeien uit het gebruik van deze informatie. (3) Deze Retail Distribution Review (RDR)-aandelenklassen omvatten geen enkele commissie ter betaling aan adviseurs. Ze zijn uitsluitend verkrijgbaar via een netwerk van distributeurs in Nederland.

Dit document dient niet te worden opgevat als beleggingsadvies of als uitnodiging of aanbod om beleggingen of gerelateerde financiële instrumenten te kopen of te verkopen. Het in dit document genoemde product - Amundi Funds Bond Global Aggregate - is een subfonds van Amundi Funds (hierna: het "Subfonds"), dat een Luxemburgse open-end beleggingsmaatschappij (société d'investissement à capital variable - SICAV) is, erkend als UCITS overeenkomstig Deel I van de Luxemburgse wet per 17 december 2010 door de Luxemburgse financiële toezichthouder (CSSF) en over een vergunning van de autoriteit Financiële Markten (AFM) beschikking voor publieke verspreiding in Nederland. Ingeschreven onder nummer RCS B 68.806 met hoofdkantoor gevestigd aan Allée Scheffer 5, L - 2520 Luxemburg. Inschrijvingen in het Subfonds zullen slechts worden aanvaard op basis van de nieuwste versies van het volledige prospectus en het document met de essentiële beleggersinformatie, zijn laatste jaarlijkse en halfjaarlijkse verslagen en zijn statuten, die op verzoek kosteloos verkrijgbaar zijn bij het hoofdkantoor van de beheermaatschappij van de SICAV, Amundi Luxembourg S.A., Allée Scheffer 5, L - 2520 Luxemburg of bij de vertegenwoordiger van Amundi Funds in Nederland, CACEIS (Nederland), de Ruyterkade 6-1, 1013 AA Amsterdam, Postbus 192, 1000 AD Amsterdam. De limieten die gelden voor het risicobeheer van Amundi Funds en de gekozen methode om te voldoen aan deze limieten worden beschreven in het prospectus. De informatie over de voornaamste risico's en rendementen van de verschillende soorten beleggingen zijn op verzoek verkrijgbaar bij Amundi Luxembourg S.A. De documenten met de essentiële beleggersinformatie en de betreffende netto-inventariswaarde zijn beschikbaar op www.amundi.com. Dit document bevat gedeeltelijke informatie over het Subfonds: **de beleggingen waarnaar in dit document wordt verwezen zijn mogelijk niet geschikt voor alle ontvangers. Daarom moeten de ontvangers van dit document hun eigen beleggingsbeslissingen nemen op basis van hun eigen financiële doelstellingen en financiële middelen, en in geval van twijfel advies innemen van een beleggingsadviseur.** Potentiële beleggers moeten zich bewust zijn van de risico's verbonden aan een belegging in het Subfonds zoals beschreven in het prospectus om te bepalen of een dergelijke belegging passend is, en moeten ervoor zorgen dat ze de volledige inhoud van dit document begrijpen. Er kan uitsluitend worden ingeschreven op beleggingen in het Subfonds als dat is geautoriseerd voor verspreiding in Nederland en als voor de beleggers niet de beperkingen en restricties gelden zoals vermeld in het prospectus. **Let op: beleggen gaat gepaard met risico's. De mogelijkheid bestaat dat u niet het bedrag van uw oorspronkelijke belegging terugontvangt.** Indien de beleggingen worden gedaan in andere valuta dan de basisvaluta van de belegger, zullen de waarde van deze beleggingen en de eventuele inkomsten daaruit, worden beïnvloed door schommelingen in de wisselkoersen. Dit effect kan ongunstig of gunstig zijn. De fiscale behandeling is afhankelijk van de individuele omstandigheden van een cliënt en kan onderhevig zijn aan veranderingen in de toekomst. Het Subfonds heeft geen gegarandeerd rendement of kapitaal. Financiële promotie bestemd voor distributie alleen in Nederland. November 2013. Uitgegeven door Amundi, promotor van de SICAV, een naamloze vennootschap met een aandelenkapitaal van € 596.262.615 - Portefeuillemanager gereguleerd door de AMF onder nummer GP04000036 - Hoofdkantoor: Boulevard Pasteur 90 - 75015 Parijs - Frankrijk - 437 574 452 RCS Parijs - www.amundi.com. Amundi aanvaardt geen enkele aansprakelijkheid, direct of indirect, die kan voortvloeien uit het gebruik of de communicatie, zonder haar voorafgaande toestemming, van de hierin opgenomen informatie. - Fotografie: Getty Images. | W

THEMA: AANDELEN



MAATSTAF & OORDEEL

Nu de waarderingen aan de prijzige kant zijn, is het belangrijk te weten op welke maatstaven je kunt vertrouwen. Een overzicht.

PAGINA 26-27



STOCKPICKEN IS NU LASTIG

Nu het meer op fundamentals aankomt en vrijwel iedere belegger zich daarop richt, wordt outperformance lastiger.

PAGINA 30

EN VERDER

WAARDE VS GROEI

Wie presteert historisch gezien beter?

PAGINA 29

HET JAAR VAN DE BEVESTIGING

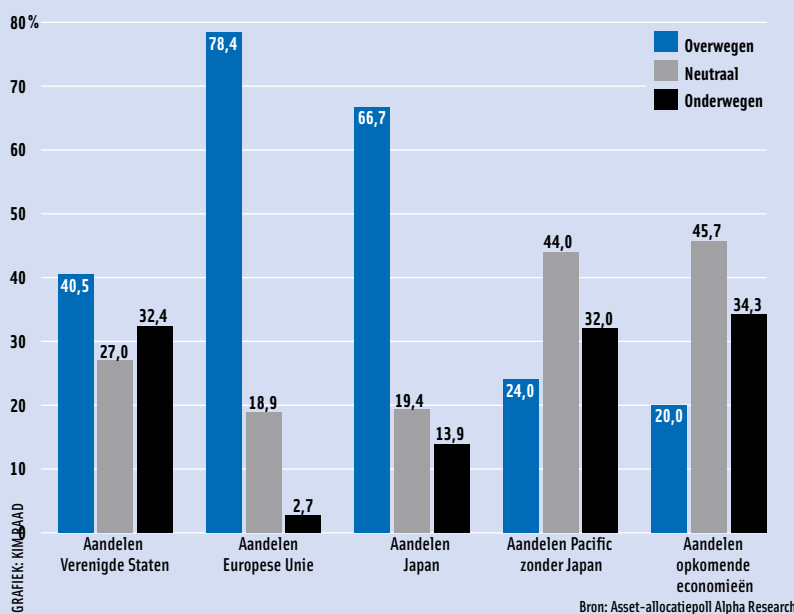
Blijven aandelenmarkten positief verrassen of niet? Volgens de beleggingsexperts hangt dat vooral af van het herstel van de winstgroei, die moet volgen op het aantrekken van de wereldeconomie.

TEKST CEES VAN LOTRINGEN

Institutionele beleggers zien doorgaans wat jij niet ziet: als menigeen nog naar de omgevingsfactoren van werkloosheid, lage groei en haperend consumentenvertrouwen kijkt, ziet hij het herstel al gloren. Dat was ook het geval in 2013, toen wereldwijd aandelenrendementen van meer dan 20% werden geboekt. Weliswaar bleef de winstgroei dat jaar achter bij die fors hoger gezette koersen, maar dat kwam omdat enerzijds de alternatieven voor aandelen beperkt waren en anderzijds de opvatting op de markt overheerste dat het met de winstgroei wel goed zou komen.

Regio-allocatie

Fondshuizen hebben massaal een voorkeur voor Europese aandelen.



Dit jaar zal de hogere wereldwijde economische groei de belangrijkste ondersteunende factor moeten zijn voor de aandelenmarkt. Maar, waarschuwt Sybren Brouwer, hoofd aandelenresearch van ABN Amro Mees-Pierson, 'het wordt wel een wat spannender jaar dan 2013. Niet dat wij ons echt zorgen maken, maar een correctie is niet ondenkbaar. Daarom hebben wij onze overweging in aandelen wat teruggebracht.'

'WAREN 2012 EN 2013 JAREN VAN DE VERWACHTING, 2014 IS JAAR VAN DE BEVESTIGING'

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.



Inmiddels zijn er al enkele tussen-tijdse correcties geweest: de in januari ingezette afbouw van het Amerikaanse stimuleringsbeleid, de zogenoemde 'tapering' veroorzaakte valutatonrust in opkomende landen en leidde tot een kapitaalvlucht. Aansluitend werd het enthousiasme op de markten getemperd door de crisis in Oekraïne, die vooral een bodem legde onder staatsobligaties. Zo heeft Europees staatspapier dit jaar tot dusver een rendement behaald waar vele aandelenindices bij achterblijven.

Veel cash

'Maar er is geen reden om aan de zijlijn te staan. De fundamentals zijn goed en daarom is het uit volle overtuiging dat wij per saldo overwogen zijn,' zegt Brouwer. 'Waren 2012 en 2013 jaren van de verwachting, 2014 moet het jaar van de bevestiging worden. Als de economie herstelt, dan kan de topline bij bedrijven verbeteren en zijn de huidige koers-winstverhoudingen gerechtvaardigd.'

Weliswaar zijn de Verenigde Staten iets verder in de conjunctuurcyclus en zal de groei er wat robuuster zijn, de meeste asset-allocatiespecialisten hebben een voorkeur voor Europese aandelen, omdat de koerswinsthouding er wat gunstiger is. Maar of die regiovoorkeur ook zo blijft, valt te bezien. Keken beleggers de afgelopen jaren vooral naar de monetaire autoriteiten en naar de liquiditeitsprikkelers die zij met hun stimuleringsbeleid gaven, nu ligt de focus bij analisten en beleggers op de ratio's.

Paras Anand, hoofd Europese aandelen bij Fidelity Worldwide Investment, denkt dat het accent meer komt te liggen op de perspectieven voor omzetgroei dan op het winstniveau op korte termijn. Door omzetgroei zullen de marges verbeteren, terwijl zowel Anand als Brouwer verwacht dat er ook sprake is van opwaarts koersdruk vanwege de omvangrijke hoeveelheid cash die

bedrijven in de afgelopen 'baanloze jaren' hebben opgebouwd.

'Waren ondernemingen de afgelopen jaren intern gericht met het op orde brengen van hun balans, nu keren ze meer naar buiten en zullen ze actiever worden op het vlak van fusies en overnames,' denkt Anand. Brouwer van ABN Amro voegt eraan toe dat ook de aandeleninkoopprogramma's een 'belangrijke ondersteunende factor voor de huidige koersen' zijn.

Behalve van de groei van de wereld-economie en van de verbetering van de bedrijfswinsten hangt voor de langere termijn ook veel af van de renteontwikkeling. Aan de ene kant is een verbetering van de economie — zoals in de Verenigde State grosso modo het geval is — goed voor aandelen. Maar aan de andere kant veroorzaakt economische groei op termijn ook stijgende rente.

Zo bedraagt de rente op tienjaarsleningen in de Verenigde Staten nu ongeveer 2,7%. Dat is wat lager dan begin van het jaar, wat een gevolg is van de onrust in opkomende landen, maar dat kan in de VS weer snel veranderen als het economisch herstel door nieuwe macro-economische data wordt bevestigd.

Rente

Russ Koesterich, chief investment officer van BlackRock, denkt dat het gevaar van een fors hogere rente voorlopig nog niet aan de orde is. Het renteniveau bevindt zich nog altijd op een historisch niveau, en zowel Fed-president Janet Yellen als ECB-presi-

ECONOMISCHE GROEI IS GOED VOOR AANDELEN, MAAR LEIDT OOK TOT HOGERE RENTE

dent Mario Draghi heeft te kennen gegeven dat zij voorlopig geen aanleiding zien de rente te verhogen: eerst moet de economie zich echt versterkt en gestabiliseerd hebben.

Koesterich wijst erop dat het twintigjaarsgemiddelde voor Amerikaanse staatsobligaties van 4,5% nog ver weg is. 'Zolang de inflatie zowel in de VS als in Europa redelijk in de hand blijft, is niet te verwachten dat de rente sterk zal stijgen,' denkt Brouwer van ABN Amro. 'Maar als de inflatie echt zou versnellen, dan loopt de rente wel fors op en kun je een zware klap verwachten. Voorlopig is dat niet aan de orde.'

Historie

Brouwer spreekt van een 'sweet spot': zowel het deflatie- als het inflatiegevaar is gering, de rente blijft daarom laag, terwijl de economieën herstellen, waardoor omzet en winst kunnen verbeteren. Koesterich van BlackRock is het in beginsel met hem eens, maar hij verwijst naar historische data om het enthousiasme te temperen. Zo steeg de waardering van aandelen in 2013 met 20%, wat de sterkste stijging is sinds de internetboom van 1998, terwijl ook de tienjaarsrente in de VS met ongeveer 30% opliep.

Koesterich: 'Als zowel de langetermijnrente als de aandelenwaardering stijgt, dan is in het daaropvolgende jaar (lees: 2014) sprake van een bescheiden aandelenrendement.' Zo was er tussen 1954 en 2013 sprake van veertien jaren waarin zowel de aandelenwaardering als de tienjaarsrente steeg. In het daaropvolgende jaar liet de Amerikaanse S&P 500 een rendement zien van niet meer dan 2 tot 3%, waarschuwt Koesterich. Het cijfer over het eerste kwartaal lijkt die historische ervaring te bevestigen: de Amerikaanse hoofdgraadmeter noteert Year to Date rond de 1,5%. ■

CEES VAN LOTRINGEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

INVESTMENT FORUM 2014



CORRELATIERISICO

'Of de aandelenmarkten een stijgende rente kunnen weerstaan, is de belangrijkste vraag voor dit jaar,' zegt Alan Brown, senior advisor en voormalig cio van Schroders. 'Veel zal afhangen van de winstgroei van bedrijven, die naar mijn mening niet heel sterk zal zijn. Uiteindelijk hoop ik op het "Goldilocks"-scenario, waarbij de aandelenkoersen niet te snel richting bubbelterritorium stijgen, maar ook niet te zwak presteren.'

Ook de chief investment officers van Deutsche Asset & Wealth Management en Fidelity Worldwide Investment houden in lijn met de marktconsensus rekening met licht oplopende rentes, zo vertellen ze op het Investment Forum. 'Er is niet veel reden om te veronderstellen dat de rente op 10-jarige Treasuries tot ver boven de 3% zal uitkomen, aangezien de inflatie verankerd is op zo'n 1,5%. De obligatiemarkt zal naar mijn mening de komende jaren geen bedreiging vormen voor aandelen.'

Asoka Wöhrmann van DeAWM maakt zich evenmin grote zorgen en verwijst ook naar de Federal Reserve als een van de grootste houders van Amerikaans schuld papier. 'Ze zijn een van de grootste spelers in de markt. Zij zullen niet te veel verliezen willen lijden op hun investering.' Na een jaar waarin de aandelenmarkten spectaculair zijn gestegen wordt dit een 'normaal' jaar. 'Zolang de beleidsrente laag blijft zal het nemen van risico vereist blijven. En zelfs als de rente wordt verhoogd hoeft dat niet nadelig te zijn. Tussen 2003 en 2005 verhoogde de Fed de rente zeventien keer, terwijl het toch goede aandelenjaren waren.'

AANDELENKOERSEN VEROORZAKEN HOOGTEVREES

WAARDERINGSMAATSTAVEN WIJZEN OP EEN OVERWAARDERING

Beleggers doen er goed aan niet zozeer naar de waarderingsmaatstaven te kijken, als wel naar het verrassingspotentieel. 'Je moet jezelf de vraag stellen waar de marktconsensus op het verkeerde been gezet kan worden.'

TEKST MIRANDA SCHOUTSEN

Na de korte correctie van afgelopen januari hebben toonaangevende aandelenindices zoals de S&P 500 de stijgende lijn weer opgepakt. Echter, de huidige waarderingniveau's, die de recordhoogtes van vlak voor de dotcom-crash naderen, zorgen voor toenemende hoogtevrees bij beleggers. Vooral Amerikaanse aandelen, waarvan de koers-winstverhouding bijna 25% boven het historisch gemiddelde noteert, worden steeds sceptischer bekeken.

Sybren Brouwer, hoofd aandelenresearch bij ABN Amro MeesPierson, wordt nog niet zenuwachtig van de hogere aandelenkoersen. 'Amerikaanse aandelen zijn wel wat hoger gewaardeerd dan de Europese. Maar de winstverwachtingen zijn goed en wij gaan ervan uit dat deze in de VS nog naar boven zullen worden bijgesteld.'

Ook Ivan Moen, hoofd beleggingen bij Optimix, ziet nog geen reden om de aandelenallocatie aan te passen. De



FOTO: SYBREN BROUWER

vermogensbeheerder hanteert de zogenoemde Shiller Price Earnings-ratio (Shiller P/E). Deze koers-winstverhouding is vernoemd naar de befaam-

**ABN AMRO:
VERWACHTINGEN
VOOR WINST IN VS
WORDEN NAAR
BOVEN BIJGESTELD**



FOTO: IVAN MOEN

de econoom Robert Shiller, die bekend werd met het boek *Irrational Exuberance*. Hij paste een verfijning toe op de traditionele Price Earnings-ratio door een tienjaarsgemiddelde bedrijfs-winst te gebruiken en deze te corrigeren voor inflatie om grote fluctuaties eruit te halen.

Reversion to the mean

Met een waarde van bijna 25 noteert ook de Shiller P/E voor Amerikaanse aandelen ver boven het historisch ge-

middelde van 16,5. Het Europese cijfer ligt met 17,5 veel lager, zegt Moen. 'De Europese multiple is veel schappelijker omdat de koersen niet zo sterk zijn opgelopen en de winstgroei al drie jaar een stuk lager is. In de VS is de Shiller P/E al anderhalf jaar zo hoog omdat de winstmarges hoog zijn en voorlopig hoog zullen blijven,' verklaart hij. 'Zolang dat het geval is en de werkgelegenheid herstelt, is er geen aanleiding om een koersval te verwachten.'

Bij de aandelenwaardering moet je rekening houden met de conjunctuurcyclus en een hoog- en laagconjunctuur meepakken, stelt Moen. 'Reversion to the mean' is een langdurig proces. 'In de uitkomsten van een Shiller P/E zie je een dergelijke beweging pas over een periode van zeven tot tien jaar.'

Brouwer van ABN Amro kijkt alleen naar de Shiller P/E voor de korte termijn. 'Op basis van deze ratio's zijn aandelen aan de dure kant. Maar als het momentum en sentiment positief zijn, dan negeert de markt dat gewoon en is het risicovol om puur aan deze waarderingmaatstaven vast te houden.' Hij voegt eraan toe: 'Pas als het verschil tussen het verwachte rendement op aandelen en dat van obli-

gaties echt kleiner gaat worden, gaan we nadenken of het nog wel verantwoord is zwaar op deze markten in te zetten.'

Daar is echter nog lang geen sprake van. Het rendement op aandelen valt te berekenen door de koers-winstverhouding om te draaien en de winst door de koers te delen. Met de huidige koers-winstverhouding van 15 voor aandelen wereldwijd, levert dat een 'earnings yield' op van 7%. Moen: 'Zet dat af tegen het rendement op een staatslening van 2% en dan verdien je nog steeds een goede premie.'

Een goede vergelijking op deze basis vraagt wel om enige verfijning omdat de earnings yield een reëel rendement weergeeft en een obligatiecoupon niet. 'Bij Optimix vergelijken wij daarom de dividend yield, de reële vergoeding die een aandelenbelegger ontvangt, met de reële vergoeding op staatsobligaties.'

Het verschil tussen de earnings yield en de reële vergoeding op staatsobligaties is een benadering van de 'equity risk premium' (ERP), de vergoeding die de belegger ontvangt voor het lopen van aandelenrisico. Deze ERP kan ook worden berekend door het verdisconteren van dividenden of cashflows.

Dat de rente op staatsleningen extreem laag is en naar verwachting voorlopig laag blijft, speelt nu een rol, erkent Brouwer. 'Daardoor zijn waarderingen natuurlijk opgelopen, wat je terugziet in de langjarige ERP's. Maar met een langetermijntotaalrendement voor aandelen van rond de 5,5% en voor staatsleningen op 2,75% is het verschil nog aantrekkelijk genoeg.'

'MET EEN HORIZON VAN EEN JAAR ZIJN DE MAATSTAVEN VAN WAARDERING ECHT OVERBODIG'

Shiller P/E

Wat overigens opvalt is dat er voor elke visie wel een maatstaf gevonden kan worden die het verhaal ondersteunt. Optimisten hanteren veelal P/E's op basis van de toekomstige winst en verklaren hoge ratio's door de lage rente. De pessimisten maken vergelijkingen op basis van historische gemiddelden en hebben daardoor vaak sombere winstverwachtingen.

Daar zit wel iets in, zeker op dit moment, zegt Brouwer. 'De huidige Shiller P/E is mede gebaseerd op enkele jaren met een fors lager winstniveau. Pessimisten zullen zeggen dat dat altijd kan gebeuren. Meer optimistische beleggers zien geen reden om te veronderstellen dat we de komende jaren weer in zo'n crisis terechtkomen.'

De analisten van ABN Amro zitten in het optimistische kamp, zegt hij. 'Voor ons is het relevanter om de nadruk te leggen op wat er in de toekomst gaat gebeuren. Het relatieve plaatje op basis van langetermijnrisicopremies blijft gunstig voor aandelen.'

Beide strategen benadrukken dat de betekenis van deze ratio's in de praktijk niet moet worden overschat. 'Met een horizon tot een jaar zijn deze waarderingsmethodes totaal onbruikbaar,' meent Moen. 'En welke waarderingsmaatstaf je ook bekijkt, ze zijn vooral kadergevend.' Op de korte termijn kijkt Optimix vooral naar het verrassingspotentieel. 'Waar kan de marktconsensus op het verkeerde been gezet worden als het gaat om winstverwachtingen of macro-economische data zoals inflatie en rente.'

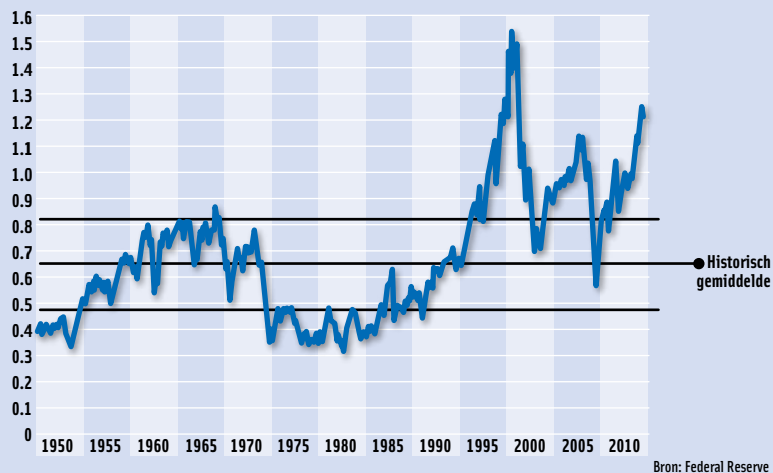
Ook Brouwer zegt dat de waarderingsparameters uiteindelijk slechts een van de factoren zijn bij de besluitvorming over een over- of onderwaardering. 'Deze ratio's kunnen het signaal geven voorzichter te worden. Maar factoren als winstverwachting en sentiment zijn minstens zo belangrijk.' ■

MIRANDA SCHOUTSEN IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.

DE WARREN BUFFET INDICATOR

Marktkapitalisatie vs bruto nationaal product

Waardering nu fors hoger dan het gemiddelde van 65%.



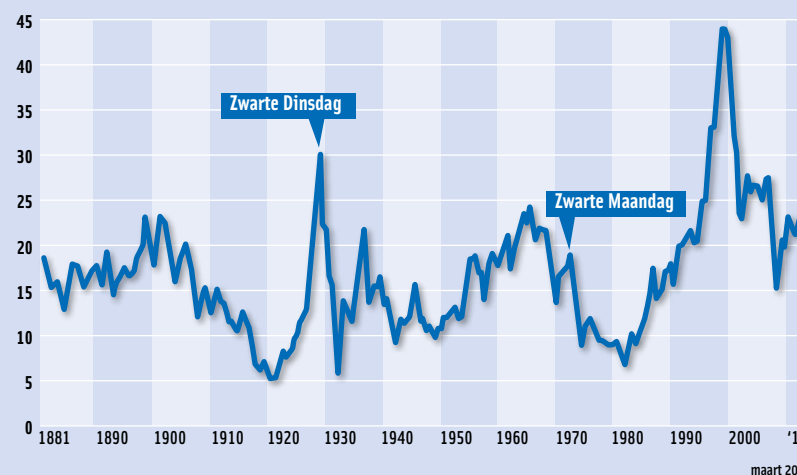
MARKET CAP TO GDP

Een waarderingsmaatstaf die in de Verenigde Staten steeds vaker wordt genoemd, is de totale marktkapitalisatie ten opzichte van de omvang van de economie. Deze 'marketcap to GDP'-ratio, volgens Warren Buffet de beste maatstaf voor de waardering van de aandelenmarkt op een bepaald tijdstip, staat momenteel op een recordhoogte van 116% (bron: www.vectorgrader.com). Gezien het historische gemiddelde van 65% over de periode 1950 tot en met 2013, toont dit volgens sommige doemdenkers aan dat er sprake is van een zeepbel op de Amerikaanse aandelenmarkt. Helaas zijn er geen geaggregeerde cijfers beschikbaar om deze ratio voor de Europese aandelenmarkt te berekenen.

Het is ook de vraag of er een stabiele relatie bestaat tussen de totale marktkapitalisatie en het bruto nationaal product. Het aandeel van bedrijfswinsten in het Amerikaanse nationaal inkomen neemt weliswaar toe en bedraagt inmiddels 15% van het bruto nationaal product. Echter, het aandeel van beursgenoteerde bedrijven in de Amerikaanse economie is sinds 1950 gestegen. Bovendien wordt een groot deel van de bedrijfsinkomsten, ongeveer 47% van de omzet van S&P500-bedrijven in 2012, buiten de Verenigde Staten gerealiseerd. Er worden dus ook kanttekeningen geplaatst bij de bruikbaarheid van deze ratio.

Shiller P/E-Ratio

Amerikaanse aandelen ver boven historisch gemiddelde.



Emerging Market Debt: onze korte termijn visie is dat het een aantrekkelijke belegging blijft op de lange termijn.

In moeilijke en volatiele tijden is ons zeer ervaren beleggingsteam scherp gebleven.



Pictet beheert al sinds 1998 obligaties uit opkomende landen en heeft op dit moment meer dan EUR 16 miljard* onder beheer. Met een gemiddelde ervaring van 15 jaar heeft ons Emerging Market Debt team verschillende economische cycli meegemaakt. Dit heeft het team het benodigde inzicht en ervaring gegeven om aantrekkelijke lange termijn beleggingsmogelijkheden vast te stellen en met vertrouwen te investeren.

*Per eind december 2013.



Meer informatie kunt u vinden op www.pictetfunds.nl of neem contact op met uw bank of financieel adviseur.

Dit document wordt uitgegeven door Pictet Funds (Europe) S.A. eenheid behorend tot het bedrijfsonderdeel Pictet Asset Management. Uitsluitend de laatste versie van de fondsprospectus, de reglementen, het jaarverslag en het halfjaarverslag mogen beschouwd worden als officiële publicaties van het fonds op basis waarvan beleggingsbesluiten worden genomen. Deze documenten zijn beschikbaar op www.pictetfunds.com of bij Pictet Funds (Europe) S.A., 15A, avenue J. F. Kennedy, L-1855 Luxemburg. De informatie en gegevens in dit document mogen niet worden beschouwd als een verzoek of aanbieding om enige effecten of financiële instrumenten te kopen, verkopen of hierop in te schrijven. Pictet-Funds is geregistreerd in het register van de Autoriteit Financiële Markten als ICBE-beleggingsinstelling met statutaire zetel in Luxemburg. De waarde van beleggingen in Pictet-Funds kan fluctueren en als gevolg hiervan het mogelijk is dat beleggers hun oorspronkelijke inleg niet geheel terugkrijgen.

WAARDE-AANDELEN KOMEN UIT DE STARTBLOKKEN

EINDE VAN ONGEWOON LANGE UNDERPERFORMANCE WELLICHT IN ZICHT

‘Een overtuigend herstel van de wereldeconomie is goed voor waarde-aandelen. De waarde van de assets neemt in dit scenario toe, alsook de koersen,’ verzekeren de specialisten.

TEKST JEROEN BOOGAARD

Waardebeleggen werkt. Onderzoeken wijzen op een aanzienlijke outperformance over langere periodes. Zo blijkt uit ramingen dat waarde-aandelen in de Verenigde Staten het in de periode 1927-2011 op jaarbasis circa 2,5% beter hebben gedaan dan groeiaandelen. ‘Een waardebelegger zoekt naar investeringsmogelijkheden in het goedkoopste deel van de markt. Dit in tegenstelling tot beleggers die de huidige favorieten kopen, wat meestal de duurste aandelen zijn,’ zo verklaart Dylan Ball, portfoliomanager van Templeton Global Equity Group, de outperformance. Verder wijst hij op de hoge dividenduitkeringen van waarde-aandelen, die hij weer herinvesteert in goedkope aandelen. ‘Dit rente-op-rente-effect is een stuk lager wanneer we zouden investeren in duurdere groeiaandelen,’ zegt Ball.

Waarde-aandelen mogen dan op de lange termijn superieure rendementen opleveren, er zijn periodes waarin ze



sterk achterblijven. Dat was de afgelopen tien jaar het geval. Na deze ongewoon lange periode van underperformance staan waarde-aandelen nu echter op het punt om een inhaalslag te maken. ‘Value doet het de afgelopen maanden al beter en wij verwachten dat deze trend doorzet,’ zegt Ball. Vol-

**DIT RENTE-OP-RENT
EFFECT IS LAGER ALS WE IN GROEIAANDELEN ZOUDE
N BELEGGEN**

gens hem beginnen waarde-aandelen normaliter bovengemiddeld te presteren op de bodem van een beursmarkt, maar het herstel is dit keer laat. Beleggers hebben een voorkeur voor financieel sterke bedrijven en zien ondernemingen die meer schuld op de balans hebben genomen vanwege de sterk gedaalde rente over het hoofd. De beste kansen ziet Ball momenteel vooral in Europa, waar hij dan ook fors is overwogen.

Waarde versus groei

Wanneer de economie verder aantrekt, ziet ook valuebelegger Skagen het zonnig in voor waarde-aandelen.

‘Wij denken dat een overtuigend herstel van de wereldeconomie goed is voor waarde-aandelen. De waarde van de assets van ondernemingen neemt in dit scenario toe en het dividendrendement stijgt. Dit zal de aandelenkoersen hoger zetten,’ aldus Skagen. Waarde-aandelen zijn ook een stuk aantrekkelijker gewaardeerd dan groeiaandelen. Zo ligt de gemiddelde koers-winstverhouding in het Skagen Global wereldwijd aandelenfonds op 7,6, tegen 14,5 voor de benchmark.

Rob Deneke, partner bij groeibelegger Comgest, erkent dat groeiaandelen niet meer goedkoop zijn, vooral in de VS. ‘Het zou mij echter niets verbazen als het waarderingverschil tussen value en groei behouden blijft of zelfs groter wordt. Het ziet er namelijk niet naar uit dat we snel naar een hoogconjunctuur gaan,’ zegt Deneke. Bovendien is de winstgevendheid van cyclische bedrijven lang niet zo slecht als in voorgaande recessies, doordat ze flink in de kosten hebben gesneden. ‘Dat betekent dat het winstherstel ook niet zo sterk zal zijn wanneer de vraag aantrekt, waardoor het opwaarts koerspotentieel van waarde-aandelen beperkt is,’ aldus Deneke. ■

JEROEN BOOGAARD IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.

'DE VRAAG IS: GROEIT DE WINST OF NIET?'

STOCK PICKERS AARZELEN OF HET EEN KANSRIJK JAAR WORDT OF NIET

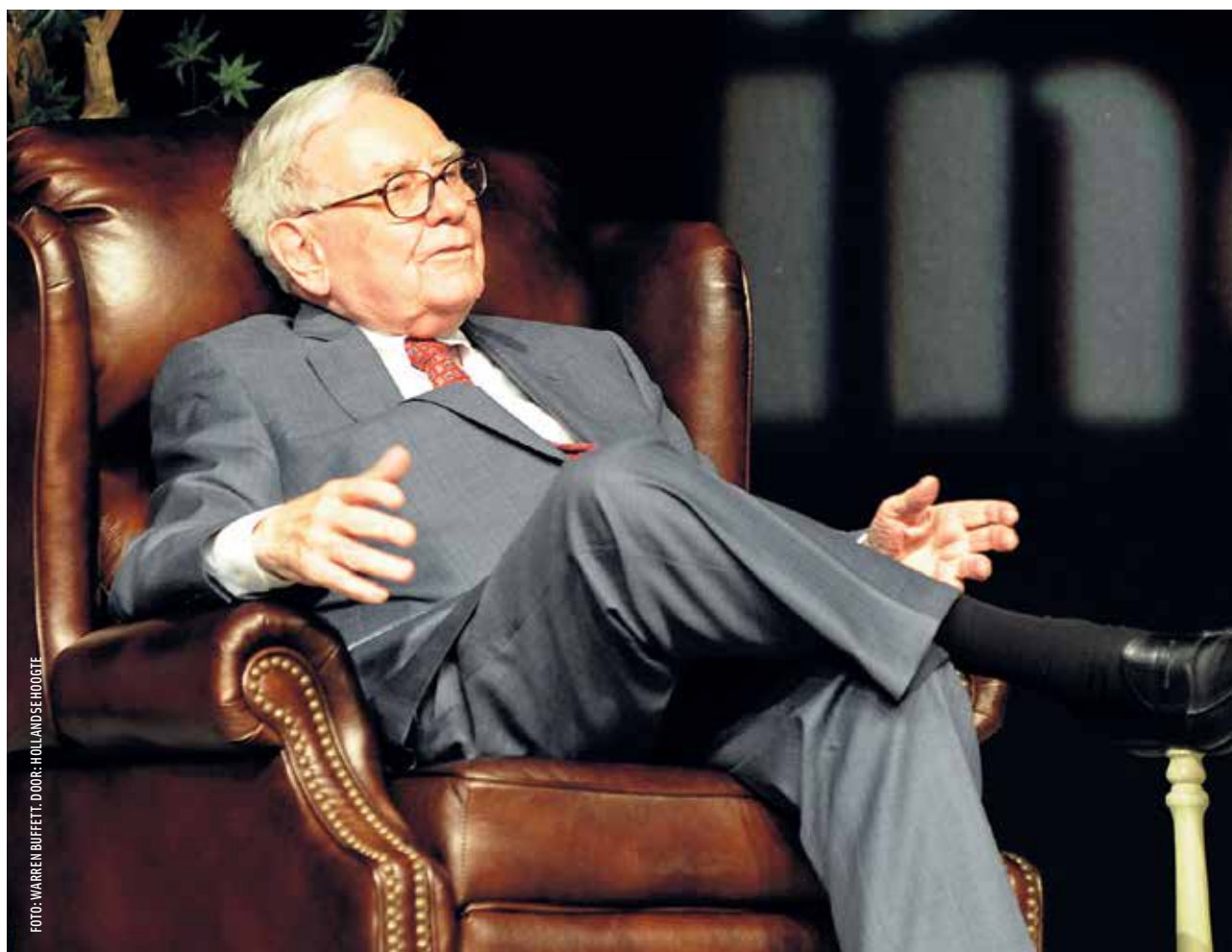
Na een periode waarin markten gedreven werden door macro-economische en politieke ontwikkelingen, voeren fundamentele factoren als winstgroei weer de boventoon bij de waardering van aandelen.

TEKST HARM LUTTIKHEDDE

Als was het een bedevaartsoord komen elk jaar mei tienduizenden mensen naar de Amerikaanse stad Omaha om 'superbelegger' Warren Buffett te horen spreken tijdens de jaarlijkse aandeelhoudersvergadering van Berkshire Hathaway, het beleggingsvehikel van de 83-jarige miljardair.

Dat Buffett een stadion gevuld krijgt waar de gemiddelde voetbalclub in Nederland jaloers op zou zijn, heeft alles te maken met de beleggingsresultaten die hij al sinds jaar en dag behaalt. Sinds 1965 bedraagt het gemiddeld jaarrendement op zijn beleggingen bijna 20% tegen minder dan 10% voor de S&P 500-index inclusief dividend.

Zijn 'geheim' stoelt op twee principes. Pas als het hem lukt om van een bedrijf een winstprognose te maken voor ten minste vijf jaar, belegt hij in het aandeel. Daarnaast mag het aan-



deel niet te duur zijn. De rest is volgens hem onbelangrijk. Op basis van deze simpele wijsheden wordt hij wel de ultieme 'stock picker' genoemd.

Maar in tegenstelling tot Buffett, die fors bij de index achterbleef, was 2013 voor veel beleggers die dezelfde aanpak hanteren wel een jaar waarin ze — eindelijk — weer de vruchten konden plukken van hun noeste arbeid.

'2013 was zeer goed'

Dit kan voor een belangrijk deel worden toegeschreven aan de verschuiving van een sterk macro-gedreven naar een meer fundamentele markt waarin factoren als winstgroei weer de boventoon voeren bij de waardering van aandelen. Een zorgvuldige selectie van aandelen zou dan garant moeten staan voor de outperformance. Maar of de ware stock pickers zich in 2014 weer in positieve zin zullen onderscheiden, valt nog te bezien.

Portfoliospecialist Andrew Clifton van de Amerikaanse vermogensbeheerder T. Rowe Price, die ruim € 500 mrd onder beheer heeft, spreekt van een 'uitzonderlijk' goed 2013. 'Vooral recentelijk, sinds de onzekerheid rond de afbouw van het monetaire stimuleringsprogramma in de VS is weggenomen, is de markt voor stock pickers verbeterd. Beleggers schuilen niet langer alleen in defensieve waarden.'

Zelfs na de aandelenrally in de tweede helft van afgelopen jaar ziet Clifton nog genoeg beleggingskansen. 'Als we alleen kijken naar Europa, dan zijn er zonder problemen nog 200 tot 300 interessante namen te vinden, alleen is de upside nu minder groot.'

Laurent Dobler, beheerder van het Comgest Growth Europe-fonds, is duidelijk minder positief gestemd. 'Aandelenbeleggers hebben een voorschot genomen op het economisch herstel. Dit zit verwerkt in de fors opgelopen koersen. Daardoor zie je nu meer bedrijven die tegenvallende cijfers presenteren hard onderuitgaan op de beurs. Een of twee van die namen in

je portefeuille kunnen je performance stevig aantasten. Als stock picker moet je er daar niet te veel van hebben.'

Ook op macro-economisch vlak ziet het plaatje er volgens hem niet zo rooskleurig uit. 'Opkomende markten hebben het moeilijk, en over het herstel in de VS en Europa is het enthousiasme tanende omdat consumenten en bedrijven nog te weinig spenderen', aldus Dobler. 'De concurrentie op wereldwijde schaal is bovendien nog altijd zeer hevig, waardoor de scepsis ten aanzien van de verwachte winstgroei toeneemt. Het zou kortom wel eens een moeilijker jaar voor stock pickers kunnen worden dan 2013.'

T. Rowe Price ziet de winstgroei bij Europese bedrijven wel volgens verwachting doorkomen en ook wijzen alle macro-indicatoren in Europa de goede richting op. 'In onze outlook zijn we daarom vrij positief.'

Oog hebben voor het algemene beleggingsklimaat noemt Clifton 'vanzelfsprekend' Net zo goed dat de risico's binnen de portefeuille nauwkeurig in kaart worden gebracht. 'Binnen onze Europese aandelenportefeuille met 73 namen bijvoorbeeld wilden we enige tijd geleden een derde Spaanse bank toevoegen, maar dat zou tot een te hoge concentratie van een specifiek risico hebben geleid.'

Kijkend naar de huidige portefeuille is T. Rowe Price het meest overwogen in Spanje, en op sectorniveau in niet-essentiële consumptiegoederen, zoals het modemerken Burberry. 'Toch zijn de samenstelling en het beleggingsresultaat van de portefeuille hoofdzakelijk het gevolg van onze bottom-upbenadering.'

'ALS STOCK PICKER HEB JE SOMS OOK GEWOON EEN LUCKY HAND NODIG'

PEG-ratio

Comgest wil zich zo min mogelijk bezighouden met externe factoren. 'Veel actieve managers spelen in op kortetermijntrends door bepaalde macro-economische aannames te doen. Dat gaat een paar keer goed tot je er een keer volstrekt naast zit, met mogelijk catastrofale gevolgen', zegt Dobler.

'Ook zou je wellicht tot de historische speech van ECB-president Draghi medio 2012 ("Ik zal alles doen om de euro te redden") een land als Spanje compleet hebben vermeden, terwijl de daar genoteerde Inditex al vele jaren een van onze meest succesvolle beleggingen is.'

Comgest richt zich daarom uitsluitend op kwalitatieve groeiaandelen, ook omdat die op de lange termijn het hoogste rendement bieden. De aandelen die het selecteert moeten tegen een stootje kunnen. 'You need the right boat to cross the Atlantic.' SAP, L'Oréal en H&M zijn volgens de fondsbeheerder goede voorbeelden van bedrijven die zich over de cyclus heen hebben bewezen; ze zitten dan ook al meer dan twintig jaar in de portefeuille. In aandelen uit de mijnbouwsector ('te afhankelijk van de wereldeconomie'), financials ('black box') en auto-producenten ('geen goede groeivoorzichten') zal de fondsboutique nooit beleggen.

De waarderingen van groeiaandelen zijn, ondanks dat beleggers wat te hard van stapel zijn gelopen, nog altijd 'niet heel hoog', zegt Dobler op basis van de zogeheten PEG-ratio (Price/Earnings to Growth ratio). Deze geeft de verhouding weer tussen de koerswinst en de verwachte winstgroei.

Op dit moment geldt voor onze Europese portefeuille een verwachte winstgroei in de dubbele cijfers bij een k/w van 19 à 20. Dit geeft een PEG-ratio van ongeveer 1,8. Zonder de valutaire tegenwind van een sterke euro zou de winstgroei dit jaar wat hoger zijn, waardoor de PEG zelfs onder het

MORNINGSTAR

STEEK JE NEK UIT

De meeste beleggingsfondsen combineren een top-down- met een bottom-upbenadering. Maar weinig fondsen zijn enkel en alleen samengesteld op basis van stock picking. Morningstar maakt geen specifiek onderscheid tussen deze fondsen. Stock pickers zijn voorts onder te verdelen in degenen met gediversifieerde portefeuilles en degenen met geconcentreerde portefeuilles. De eerste groep voegt binnen een portefeuille van zo'n 70 tot 130 titels waarde toe door aandelen onder of over te wegen ten opzichte van een benchmark. In de tweede groep wordt met volle overtuiging in een zeer beperkt aantal aandelen belegd. Vergelijkingen met een referentie-index gaan hier vaak mank. Bekende voorbeelden van geconcentreerde fondsen zijn de Nederlandse smallcapfondsen van Delta Lloyd en Kempen. Welke aanpak de meeste alpha genereert, is moeilijk te zeggen, maar over het algemeen geldt dat wie zijn nek durft uit te steken een beter rendement zou moeten kunnen genereren, al gaat dat vaak hand in hand met een hogere volatiliteit.

historische gemiddelde van 1,5 komt te liggen.'

Toch moet je je als stock picker vooral ook bewijzen door er een aantal echte winnaars uit te pikken, relativeert Dobler. 'Historisch gezien is 90% van de performance afkomstig van slechts 20% van de aandelen. Soms heb je ook gewoon een lucky hand nodig.' ■

HARM LUTTIKHEDDE IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.



Een ander idee over rendement

Een oude beurswijsheid zegt: beleggers moeten kiezen voor aandelen met meer risico om een hoger rendement te realiseren. Maar klopt dat wel? Want in de praktijk blijkt, dat aandelen met minder koersschommelingen op langere termijn een gelijkwaardig rendement behalen. Daarom biedt Robeco vier Conservative strategieën voor deze laagvolatiele aandelen; wereldwijd, Europees, opkomende markten en nu ook US. Bovendien biedt deze aanpak een aantrekkelijk dividendrendement dat kan oplopen tot 4 à 5%.

Kijk voor meer informatie op www.robeco.nl/conservative

Belangrijke informatie

Deze uiting is uitsluitend bedoeld voor professionele partijen als bedoeld in de Wet op het Financieel Toezicht. Robeco Institutional Asset Management B.V. (Handelsregister nummer 24123167) heeft een vergunning van de Autoriteit Financiële Markten te Amsterdam. De waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.

ROBECO
The Investment Engineers