



ZWARTE ZWAAN

Als het onverwachte komt...

- Het inflatiespook waart rond **PAGINA 23**
- De beste asset classes tot dusver **PAGINA 20**
- Grijs golf biedt belegger kansen **PAGINA 10**



Om te profiteren hoeft u niet mee in de hectiek

Met lager risico profiteren in opkomende markten

Beweeglijke aandelen trekken veel aandacht, maar aandelen buiten de spotlights hebben vaak lagere risico's en stabielere rendementen. Door zijn specifieke beleggingsaanpak kan het fonds Robeco Emerging Conservative High Dividend deze aandelen vroegtijdig identificeren. Zo kunt u een marktrendement realiseren terwijl u een aanzienlijk lager risico loopt. Daarnaast keert het fonds jaarlijks circa 5% dividend uit. Kijk voor meer informatie op www.robeco.nl/conservative

**Robeco
Emerging
Conservative
High
Dividend**

ROBECO
The Investment Engineers

VOORWOORD

Een jaar geleden lanceerde Fondsnieuws specials als aanvulling op de website en de bijdragen aan Het Financieele Dagblad en de discussiebijeenkomsten en debatten die we voor de doelgroep organiseren. De specials kenden een themabehandeling. Doel ervan was om extra verdieping te kunnen bieden op actuele en belangwekkende onderwerpen als emerging markets, asset allocatie, alternatives en outperformance. We zetten die aanpak weliswaar door, maar hebben er toch voor gekozen om dat in een wat meer hybride opzet te doen van relevante, actuele ontwikkelingen en een thema-dossier dat weliswaar wat minder pagina's beslaat, maar toch de ruimte biedt om een actueel onderwerp uit te diepen. Voor deze special zetten we onze schijfwerpers op inflatie. Is de angst voor geldontwaarding een terechte, of worden de risico's schromelijk overschat, zoals sommige professionele beleggers vinden? Naast inflatie, gaan we in deze special ruimschoots in op het fenomeen van de Zwarte zwanen, waar de onverwachte ontwikkelingen in Japan ons weer in alle hevigheid aan herinneren; beleggers moeten de zogenoemde 'unknown unknowns' altijd in hun scenario's meenemen. Met deze special proberen we aan dat bewustzijn bij te dragen.

Cees van Lotringen

HOOFDREDACTEUR FONDSNIEUWS
CEES.VANLOTRINGEN@FONDSNIEUWS.NL



FOTO: ISTOCK

Als het onverwachte komt...
PAGINA 4



FOTO: PETER BOER

**Themadossier:
inflatie**

Is de angst voor inflatie gerechtvaardigd, zal het inflatiespook toch niet aankloppen? Voor professionals is het nog geen uitgemaakte zaak. Wel is duidelijk dat monetaire autoriteiten voor een duivels dilemma staan: bestrijding van de geldontwaarding staat op gespannen voet met het ondersteunen van het kwetsbare economische herstel.

PAGINA 23-30



FOTO: HHL

**Beleggingsthema:
de grijze golf**

Hoe kun je als jonge belegger profiteren van de grijze golf die nu over ons heenkomt nu babyboomers als eerste de pijp aan Maarten geven? De redactie van Fondsnieuws ging op onderzoek uit: wat zijn de kansrijke asset classes en aan welke producten en productsoorten zou je daarbij kunnen denken?

PAGINA 10

EN VERDER

De kwartaalwinnaars

De best renderende asset classes van het eerste kwartaal.

PAGINA 20-21

Favoriete grafieken

Welke grafieken bekijkt CIO William de Vijlder 's ochtends het eerst?

PAGINA 9

RUBRIEKEN

COLUMNS7,11,30
PRO & CONTRA.....26

FONDSNIEUWS

FONDSNIEUWS IS EEN INITIATIEF VAN DE FD MEDIAGROEP DAT ZICH RICHT OP GESTAN-
DAARDISEERDE BELEGGINGSPRODUCTEN.

COLOFON

HOOFDREDACTEUR FONDSNIEUWS CEES VAN LOTRINGEN ONTWERP ANTOINE HAMERS VORMGEVING MARISKA SCHOTMAN BEELDBEWERKING BINH TRAN AAN DEZE SPECIAL WERKTEN MEE YVES BONZON, BAS DOMMERHOLT, MARCEL DE KLEER, THEO KOCKEN, KEES DE KORT, CEES VAN LOTRINGEN, PAUL MOUWES, BARBARA NIEUWENHUIJSEN, CORINA RUHE, EVERT WATERLANDER, SALES THUIS PESSERS (PESSERS@FDMEDIAGROEP.NL) CONTACT REDACTIE@FONDSNIEUWS.NL



	龍泉洞 Ryuzendo Cave	→ 51km
	三王岩 Sannowa Rocks	→ 20km
	浄土ヶ浜 Jodogahama Beach	→ 4km
	シートピアなあと Seatopia Naado	→ 1km

OMGAAN MET HET ONVERWACHTE

ALS DE ZWARTE ZWAAN VERSCHIJNT, WORDT ALLES ANDERS

- *Risicomanagement heeft sinds kredietcrisis meer prioriteit gekregen*
- *Het besef dringt door dat totaal neutraal klantadvies essentieel is*

TEKST: BARBARA NIEUWENHUIJSEN

NA TWINTIG LANGE jaren waarin de Japanse economie nagenoeg stilstond, leek hij dan eindelijk herstellende. Eind januari verhoogde de centrale bank van Japan zijn groeiverwachting voor het belastingjaar tot eind maart naar 3,3 procent. In een verklaring schreef de bank dat de economie van het land volgens het basisscenario geleidelijk zou terugkeren naar een pad van gematigd herstel. Maar toen. Op 11 maart vonden door een aardbeving en de daaropvolgende Tsunami meer dan 12.000 mensen de dood. Kerncentrales raakten beschadigd. Een typisch voorbeeld van een Zwarte Zwaan, een onverwachte gebeurtenis met grote gevolgen.

Hoe moet je als vermogensbeheerder, maar ook als belegger, omgaan met onzekerheid en dit soort onverwachte gebeurtenissen en wat is er sinds de kredietcrisis veranderd op het gebied van risicomanagement?

'Als er een ding veranderd is, dan is het zo dat risicomanagement sinds de crisis veel meer prioriteit heeft gekregen. Was het eerst zo dat risicomanagement compliance gedreven was – er werd vooral gekeken of aan alle door de toezichthouder gesteld regels voldaan werd

– nu wordt veel meer gekeken of het bedrijf wel goed genoeg beschermd is en of klanten niet overexposed zijn naar bepaalde risico's. Gekeken wordt naar de financiële risico's die klanten lopen, maar ook naar het effect dat dit op onze reputatie kan hebben. Klanten moeten hun geld goed spreiden. Onze plicht is het vervolgens om ervoor te zorgen dat klanten die in een Japan-fonds zitten niet enorme exposure naar kerncentrales hebben', zegt chief risk officer David Suetens van ING Investment Management. 'Ook wordt er tegenwoordig niet meer met aparte Excelsheets voor bijvoorbeeld marktrisico, kredietrisico en operationeel risico gewerkt, maar met een state of the art geïntegreerd risicosysteem dat alles op dagbasis bijhoudt.'

Suetens begon op 1 september 2008 met zijn baan bij ING IM. Rustig inwerken was er niet bij. Na twee weken viel

Lehman Brothers om en was 'de perfecte storm', zoals Suetens de kredietcrisis omschrijft, begonnen.

Opmerkelijk aan de kredietcrisis was onder meer dat ook beleggers met een goed gespreide portefeuille niet beschermd waren. Ten tijden van de crisis bleek deze theorie niks waard. Alles ging omlaag.

Twee regimes

Volgens Foort Hamelink, hoofd portefeuilleconstructie en risicomanagement voor Fiduciair Management bij Lombard Odier in Genève, tevens associate professor of Finance aan de Vrije Universiteit Amsterdam, is het daarom verstandig onderscheid te maken tussen twee regimes: een normaal regime en een crisisregime.

'In een normaal regime verloopt alles soepel; de economie groeit, er is sprake van lage volatiliteit en lage correlaties tussen de verschillende beleggingscategorieën. In een periode die als crisis kan worden omschreven is volgens Hamelink sprake van lage of negatieve economische groei, hoge volatiliteit van beleggingscategorieën en hoge correlaties.

In een normale periode heeft een belegger volgens Hamelink baat bij een goed gespreide beleggingsportefeuille.

In een periode die als crisis kan worden omschreven is een constante assetallocatie volgens hem niet optimaal. Beter is het hier dynamisch mee om te gaan.

Om goed op veranderingen van regime te kunnen inspelen, is het uiteraard wel zaak om te weten met wat voor soort regime je te maken hebt. Hamelink maakt daarvoor gebruik van rendementsgegevens van Amerikaanse aandelen en de Amerikaanse tienjaarsrente. Hij gebruikt Amerikaanse data omdat deze teruggaan tot 1870.

Een model bepaalt aan de hand van deze gegevens hoe hoog de kans op een hoog volatiliteits- ofwel crisisregime in een bepaalde periode is. Is deze kans hoger dan 50 procent, dan gaat Hamelink uit van een crisisregime

Wat volgens hem opvalt, is dat de kans op extreme rendementen veel vaker voorkomt dan je op grond van de vaak gebruikte normaalverdeling mag verwachten. Bekijk je de periode vanaf 2007 dan zie je dat de kans op een crisisregime sinds oktober 2007 hoog was en dat deze periode duurde tot oktober 2009. Daarna zie je dat de kans op een crisisregime rond mei 2010 nog even gepiekt heeft. Dit heeft volgens Hamelink te maken met de Griekse crisis.

Voor beleggers is het volgens Hamelink verstandig op veranderingen van

**Black swan:
(On)geluk
zit vaak in
een klein
hoekje**



UNKNOWN UNKNOWNNS

ZWARTE ZWANEN



Een Zwarte Zwaan is een totaal onverwachte gebeurtenis waar vooraf geen duidelijke aanwijzingen voor waren. De gevolgen van een Zwarte Zwaan zijn groot. En hoe onverwacht het voorval ook is, de ervaring leert dat mensen naderhand allerlei verklaringen bedenken die de gebeurtenis alsnog begrijpelijk en voorspelbaar maken. Dat schreef Nassim Nicolas Taleb in 'The Black Swan', dat in 2008 vlak voor het uitbreken van de kredietcrisis verscheen. Voorbeelden van Zwarte Zwanen zijn de aanslagen van 11 september, maar ook positieve ontwikkelingen, zoals de uitvinding van internet en het boek Harry Potter.

Taleb was eerder een succesvolle handelaar op Wall Street. Tegenwoordig is hij filosoof, essayist en hoogleraar aan de Universiteit van New York. In zijn boek trekt hij vooral van leer tegen de financiële wereld. Een groot probleem is volgens hem dat de modellen die er gebruikt worden, geen rekening houden met onverwachte gebeurtenissen. Volgens Taleb is het daarom heel gevaarlijk dat hier zo'n groot belang aan wordt gehecht.

Veel mensen realiseren zich volgens Taleb niet dat er zich onverwachte gebeurtenissen kunnen voordoen. Dat komt doordat mensen geneigd zijn enkel dingen te zien die hun theorie bevestigen. Het is als een kalkoen die iedere dag als hij zijn eten krijgt meer vertrouwen krijgt in zijn omgeving. Tot de kerst aanbreekt en het beest de pan in gaat. Wat Taleb maar wil zeggen is dat als iets 99 keer op een bepaalde manier gegaan is, dit niet wil zeggen dat het de honderdste keer ook zo gaat. Hij geeft dus in feite een lesje wetenschapsfilosofie.

Taleb wordt wel gezien als een van de voorziers van de kredietcrisis. In zijn boek schrijft hij dat er grote haken en ogen zitten aan de globalisering. De toegenomen verbondenheid lijkt de wereld stabiel te maken, maar vergroot de onderlinge kwetsbaarheid. 'Er zijn bijna geen banken meer die niet zijn gelieerd aan andere banken. Zo zelf de financiële ecologie op tot gigantische, incestueuze, bureaucratische banken (die bij hun risicotaxaties vaak op zijn gaussiaans te werk gaan) – wanneer er een omvalt vallen ze allemaal om.' De kredietcrisis was volgens Taleb dan ook geen Zwarte Zwaan, maar een witte, maar hij leert ons volgens hem wel dat we voorbereid moeten zijn op Zwarte Zwanen.

VERVOLG VAN PAGINA 5

regime in te spelen. Ook als je pas reageert als het model een verhoogde kans heeft waargenomen – en je in feite dus al te laat bent – loont dit volgens Hamelink zeker nog de moeite.

Op de vraag wat je moet doen in tijden van crisis, heeft hij geen pasklaar antwoord: dit hangt immers van het soort crisis af. Het is volgens hem daarom zaak 'op een kwalitatieve manier, met gezond verstand, ervaring en up-to-date kennis over de actualiteit' te bepalen wat het beste is om te doen. Hetzelfde geldt volgens Suetens in de aanloop naar een crisis: 'Op het unknown unknown kun je niet managen.' Om je ogen wel zo veel mogelijk open te houden voor onverwachte gebeurtenissen, moet je volgens Suetens niet alleen op kwantitatieve modellen varen, maar daarnaast vooral ook met je boerenverstand zaken blijven beoordelen.

Dit sluit aan bij een van de kernpunten uit het boek The Black Swan van Nassim Nicholas Taleb, dat vlak voor de crisis verscheen (zie kader). Hij schrijft dat de modellen die in de financiële wereld gebruikt worden, geen rekening houden met onverwachte gebeurtenissen. Volgens Taleb is het daarom heel gevaarlijk hier blind op te varen.

'Modellen zijn een gestileerde weergave van de werkelijkheid', zegt Monique Donders, hoofd Group Risk Management bij Robeco. 'Dat je daar niet blind op mag varen, was altijd al zo. In de financiële wereld was echter een beweging gaande waarin er steeds meer kwantitatieve analisten kwamen en steeds ingewikkeldere modellen, waardoor steeds meer de illusie ontstond dat zij de werkelijkheid weergaven. Sinds de crisis weten we weer dat we dat ons niet kunnen permitteren.'

Sinds de crisis is bij Robeco meer aandacht gekomen voor tegenpartijrisico, liquiditeitsrisico en stress testing, vertelt Donders. 'In het verleden werd door de industrie te vaak uitsluitend gebruik gemaakt van historische stressscenario's: extreme marktomstandigheden die zich in het verleden hadden voorgedaan. Financiële instellingen kijken nu verder dan historische marktbevingen en snijden stressscenario's ook vaker toe op specifieke exposures in portefeuilles op een bepaald moment. Het is dus minder een lopendbandexercitie geworden.' Als zich dan echt een crisis als 2008



voordoeft is het volgens Suetens van ING IM zaak ervoor te zorgen dat je zo snel mogelijk toegang hebt tot alle noodzakelijke data. Je moet weten: waar zitten de risico's en welke klanten worden hierdoor geraakt?

Crisisteam altijd paraat

Bij Robeco is er voor extreme omstandigheden een crisisteam met vertegenwoordigers uit alle relevante disciplines (frontoffice, mid- en backoffice, compliance, riskmanagement, legal, communication). Donders: 'Voor zover bestaande policies en procedures geen uitweg bieden, worden in dit crisisteam beslissingen voorbereid die moeten worden bekrachtigd door de relevante gremia.' Rondom het faillissement van Lehman kwam dit crisis committee ten minste dagelijks bij elkaar.

Ook Suetens van ING IM benadrukt hoe belangrijk het is in tijden van crisis heel snel bepaalde posities te durven sluiten. 'In het weekend waarin Fortis wankelde hebben wij bijvoorbeeld

posities afgebouwd en deposito's teruggetrokken. Vervolgens moet je ze ook weer durven openen om yield te behalen.' Een nadeel van uitstappen is namelijk dat als je de val omlaag mist, je meestal ook een deel van de sterke upside mist die daarop volgt. Particulieren doen er volgens Suetens goed aan op dezelfde manier te werk te gaan. Omdat dit niet makkelijk is, is het erg belangrijk dat zij goed advies krijgen 'en daarmee bedoel ik totaal neutraal advies', zegt Suetens.

Om iets van houvast te bieden heeft Foort Hamelink op basis van zijn historische gegevens over Amerikaanse aandelen en de Amerikaanse tienjaarsrente

'Kies voor staatsobligaties, iets veiligers is er op deze aardkloot niet te vinden'



in kaart gebracht hoe verschillende asset classes in de verschillende regimes reageren. Hieruit blijkt dat de rendementen van aandelen in tijden van lage volatiliteit positief zijn en in tijden van hoge volatiliteit negatief. Als de volatiliteit laag is, is er ook sprake van een negatieve relatie tussen rendementen van aandelen en renteveranderingen: als de rente omlaag gaat, gaan aandelen omhoog, en omgekeerd. Als de volatiliteit hoog is, is er juist een positieve relatie. Opvallend is dat goud het zo bekeken in beide regimes bijna even goed doet.

Foutieve prognoses

Volgens Donders is het verder verstandig niet alleen te spreiden over de verschillende assetcategorieën (aandelen, obligaties, vastgoed etc.) maar daarnaast in kaart te brengen voor hoeveel je aan welke risico's bent blootgesteld en dit te maximeren. 'Stel dat je 1 miljoen geïnvesteerd hebt, dan is het heel verstandig om in kaart te brengen dat je bijvoorbeeld maximaal vier ton wilt

kunnen verliezen en daarvan laten we zeggen maximaal één ton aan schommelingen op de valutamarkt.'

Taleb schrijft in zijn boek hoe hij in zijn periode als handelaar op Wall Street rekening hield met Zwarte Zwanen. 'Als je weet dat je de kans loopt het slachtoffer te worden van foutieve prognoses en je ervan bewust bent dat de meeste risicomaatregelen vanwege de Zwarte Zwaan zinloos zijn, kun je beter niet matig risicovol beleggen – hoe weet je immers wat dat is?' Hij adviseert daarom 85 tot 90 procent te beleggen in staatsobligaties – 'iets veiligers is er op deze aardkloot niet te vinden', aldus Taleb in 2008. De overige 10 tot 15 procent stop je in uiterst speculatieve beleggingen, zoals opties of durfkapitaal. Gemiddeld heb je zo een matig risico maar heb je volgens hem wel ook de kans te profiteren van een positieve Zwarte Zwaan. ■

BARBARA NIEUWENHUIJSEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

COLUMN

ARABISCHE LENTE EN JAPANESE WINTER



TEKST: YVES BONZON

Twee exogene schokken hebben de markten de afgelopen weken getroffen: de eerste, maatschappelijk en politiek, door de volksoptstanden in Noord-Afrika en het Midden-Oosten, de tweede, seismisch en nucleair, met de verwoestende aardbeving en tsunami en de zwaar beschadigde kerncentrale in Fukushima in Japan.

Deze gebeurtenissen deden zich voor terwijl het klimaat op de markten juist zo zonnig was, zowel voor wat betreft de macro-economische ontwikkelingen als het nieuws over bedrijven. Bedrijven hebben uitstekende resultaten bekendgemaakt en het vertrouwen is hersteld. Dit wordt weerspiegeld door de stijgende investeringen en de toenemende fusie- en overnameactiviteit. Deze positieve signalen voorkwamen echter niet dat de aandelenmarkten terrein verloren, vanaf hun hoogtepunten half februari, met dalingen tussen de 7 procent voor de S&P 500 en 25 procent voor de Nikkei.

De beide schokken hebben niets gemeen, behalve het feit dat zij van buiten de markt zelf komen. Op de korte tot middellange termijn zullen hun gevolgen voor de financiële markten waarschijnlijk fundamenteel verschillend zijn. De marktreacties in Japan op de problemen om de situatie in de beschadigde reactoren in Fukushima onder controle te krijgen, grensden aan een algemene paniek, die op de zeer korte termijn een aantal aantrekkelijk aankoopkansen opleverde.

Wat dan ook de uiteindelijke gevolgen van de natuurramp en de effecten ervan op de Japanse economie zijn, een daling van meer dan 20 procent in marktkapitalisatie in het land was duidelijk niet gerechtvaardigd. De gebeurtenissen hebben eens te meer bewezen dat lage aandelenwaarderingen

geen bescherming bieden tegen ernstige verliezen op korte termijn. Ondanks het feit dat Japanse aandelen op slechts 1 maal de boekwaarde zijn gewaardeerd, met een verwacht rendement van 15 procent op jaarbasis, zijn er aanzienlijke verliezen opgetreden.

Ten eerste moet de strategische vermogensallocatie van beleggers zodanig zijn gestructureerd dat deze bestand is tegen wijzigingen in waardering die voortvloeien uit externe schokken, zelfs zware of gelijktijdige, en dat de belegger hierdoor niet slecht slaapt. Deze stap biedt beleggers hun eerste verdedigingslinie tegen volatiliteit. In het ideale geval is de allocatie zodanig opgebouwd dat de gewenste rendementdoelen worden behaald, terwijl tegelijkertijd het risicobeheer wordt geoptimaliseerd door middel van spreiding. Hier worden de zaken ingewikkelder. Het fenomeen globalisatie heeft ertoe geleid, dat internationale spreiding van de vermogensallocatie de risico's in mindere mate beperkt dan in het verleden, vooral gedurende de korte tijd waarin exogene schokken de meeste schade aanrichtten.

Beleggen in langetermijntrends is een andere optie. Deze trends worden gekenmerkt door aanhoudende, geleidelijke

Globalisatie zorgt voor minder spreiding dan in het verleden

veranderingen in structurele factoren (zoals demografie, levensstijl, regulering en het milieu) met het potentieel voor groei op lange termijn, onafhankelijk van kortstondige of speculatieve schommelingen. In schone energie bijvoorbeeld staan de sterke groeiperspectieven van de sector steeds meer op de voorgrond in vergelijking met de toestand van de wereldeconomie, omdat de olie- en kolenprijzen stijgen.

Op een ander niveau kunnen wij stellen dat de winter kort zal zijn, maar de lente misschien voortduurt en dat wij moeten leren om te gaan met de hieruit voortvloeiende onzekerheid. ■

YVES BONZON IS CHIEF INVESTMENT OFFICER VAN PICTET WEALTH MANAGEMENT.

BRENG DE ADVISEUR NIET IN VERLEIDING

VERBOD VOOR DE KICKBACK

- *Alternatieve verdienmodel*
- *Traditionele partijen profiteren*



MINISTER DE JAGER
FOTO: HH

TEKST: AUKE PLANTINGA

MINISTER DE JAGER heeft voorgesteld om de kickback af te schaffen die fondshuizen betalen aan tussenpersonen zoals financieel adviseurs en fondsdistributeurs. De afschaffing van kickbacks in de wereld van beleggingsfondsen lijkt daarmee onafwendbaar. Het grote bezwaar tegen de kickback is dat de onafhankelijkheid van een adviseur in het geding komt. Een adviseur komt in de verleiding om producten te adviseren die niet noodzakelijkerwijs het beste zijn voor de klant, maar wel de hoogste provisie opleveren. De maatregel zou er dus op gericht moeten zijn om een einde te maken aan deze vorm van onzuivere advisering.

De belangrijkste consequentie van dit voorstel is dat de onafhankelijke adviseur voor een groot deel zal verdwijnen. De strenge eisen die de AFM stelt aan deze beroepsgroep en de beperking van het verdienmodel leiden ertoe dat deze diensten alleen door een tamelijk selecte groep mensen worden afgenomen die gewend zijn om experts op uurbasis in te huren. Bovendien zal deze groep dan mogelijk kiezen voor vermogensbeheer. Waarom zoveel betalen voor een advies, waarbij de uiteindelijke verantwoorde-

lijkheid voor een groot deel bij de klant blijft?

Met het reduceren van het aantal onafhankelijke adviseurs is de maatregel dan ook bijzonder effectief in het tegengaan van onzuivere advisering. Het gevolg is dat beleggers afhaken, of zich op basis van andere concepten laten bedienen. Zo zullen veel klanten zich op basis van execution only laten bedienen, en de keuze voor de instrumenten baseren op publieke bronnen. Dan kom je dus terecht bij fondsdistributeurs als Binck Bank, SNS Fundcoach, en de beleggingsgiro's van de banken. Indien een distributeur geen kickbacks ontvangt, moet deze een bewaarloon in rekening brengen. Het bewaarloon komt daarmee in de plaats van de kickback. Op zich is dat een goede zaak, want het bewaarloon is onafhankelijk van de keuze van het fonds.

Het bewaarloon zal in de plaats komen van de kickback die de minister wil afschaffen

Banken verkeren wat dit betreft in een redelijk comfortabele positie, met name als ze zelf fondsen aanbieden. Banken pretenderen doorgaans geen onafhankelijkheid. De adviseurs adviseren binnen het eigen assortiment, en zijn daarmee feitelijk verkopers. Niemand vindt het vreemd om na een gesprek met een adviseur van een gerenommeerde bank met een beleggingsfonds van diezelfde bank thuis te komen. Er zijn geen kickbacks, en de bank hoeft geen inzicht te geven in de winstgevendheid van haar producten. Wel is het zo dat de producten in het assortiment verschillende winstmarges kunnen hebben. Wellicht zijn profielportefeuilles winstgevender voor de bank dan het verkopen van individuele fondsen met dezelfde exposure in combinatie met een goede bewaking van de beleggingsmix. De bank zal dan liever profielportefeuilles verkopen. Het belangenconflict bestaat nog steeds, maar is alleen niet meer zichtbaar.

Alhoewel de total expense ratio de klant wel inzicht geeft in de kosten, geeft zij geen inzicht in de winstmarge. Een deel van de total expense ratio bestaat uit werkelijke kosten, maar op het niveau van een fondshuis worden deze vaak op een tamelijk subjectieve manier toegerekend aan de individuele fondsen.

Over het algemeen worden de grotere fondsen gebruikt om de kleinere te subsidiëren.

Zuivere advisering

Het afschaffen van de kickback als middel om onzuivere advisering te bestrijden speelt vooral de traditionele marktpartijen in de kaart. De adviezen zijn in formele zin niet langer onzuiver, maar worden door de nieuwe maatregel niet beter. Dat is erg jammer, want doordat steeds meer financiële risico's op de individuele burger worden afgewenteld, heeft deze wel behoefte aan meer advies. Tegelijkertijd zijn we als individu doorgaans bijziend. Als we 30 zijn willen we niet geloven dat we ooit met pensioen zullen gaan, en het idee om te sparen voor tegenvallers is veel minder leuk dan het boeken van een mooie vakantie. In plaats van na te denken over het verbieden van onwenselijk gedrag, zou het veel beter zijn om eerst na te denken over hoe het wel moet. Hoe krijgen we een goed functionerende markt van zuivere advisering gecreëerd, waarmee zo veel mogelijk Nederlanders bediend kunnen worden? ■

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

FOCUS OP DE RISICOPREMIE

De favoriete grafieken van William de Vijlder, Chief Investment Officer van BNP Paribas Investment Partners.

WILLIAM DE VIJLDER

GRAFIEKENTIJGER

William de Vijlder (1960) is een van de twee chief investment officers van BNP Paribas IP, de Franse asset manager waarin Fortis Investments is opgegaan. De Vijlder is behalve CIO ook hoofd-docent economie aan de universiteit van Gent. Beleggen is zijn lust en zijn leven en daar hoort de bestudering van grafieken beslist ook bij. Drie daarvan deelt hij met de lezers van Fondsnieuws. Het zijn grafieken die volgens hem de actuele staat van het herstel weergeven. De Vijlder bepleit op zijn weblog 'Williams World' echter wel behoedzaamheid. 'Het resultaatseizoen is dit keer zeer spannend.'



'Deze tijd dwingt beleggers tot het maken van scenario-analyses'

Rommel- versus overheidsobligaties

'HOE GEDRAGEN AMERIKAANSE hoogrenderende ondernemingsobligaties ('rommelobligaties') zich wanneer de rente op overheidsobligaties stijgt? Deze grafiek geeft het antwoord. De blauwe geeft de jaar-op-jaarwijziging van de rente op overheidsobligaties, doch enkel voor die periodes wanneer er een rentestijging was. De paarse lijn geeft voor diezelfde periodes de jaar-op-jaarwijziging van de rente op rommelobligaties. Met uitzondering van de recessie aan het begin van de jaren '90 constateren we dat in de meerderheid van de gevallen de rentestijging op rommelobligaties kleiner is dan die op de overheidsobligaties. Dit maakt ze een interessante belegging, wetende dat de coupons van deze ondernemingsobligaties hoger zijn dan die van de overheid.'

K/w van opkomende landen

'De zwakkere prestatie van groeielandenaandelen, sinds de herfst van vorig jaar, tegenover de westerse beurzen zorgde ervoor dat de relatieve waardering echt interessant is geworden: de koers-winstverhouding in groeielanden ligt nu een stuk onder die van de westerse markten. Voeg daaraan toe de betere structurele groeivoorzichten in de groeielanden en je begrijpt meteen waarom hun populariteit heel recentelijk weer is toegenomen.'

Risicopremie aandelen vs obligaties VS

'We weten reeds lang dat in de VS de risicopremie van aandelen tegenover overheidsobligaties bijzonder hoog is (blauwe lijn), maar dat heeft te maken met de lage langetermijnrente, die een geringe inflatie en zekere argwaan inzake de groei op lange termijn weerspiegelt. Interessant is nu dat sinds enkele maanden aandelen ook bijzonder aantrekkelijk noteren tegenover ondernemingsobligaties: de sterke winstgroei, die niet volledig vertaald werd in koersstijgingen, zorgt voor een winstrendement en een dividendrendement die bijzonder aantrekkelijk zijn tegenover de rendementen op ondernemingsobligaties, die te lijden hebben van de lage spread tegenover overheidsobligaties.'

De Staat blijft interessant

Verandering in rente t.o.v. bedrijfsobligaties als de rente van Amerikaanse staatsobligaties stijgt



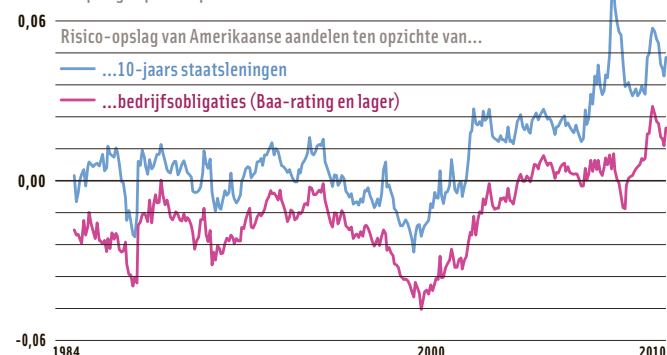
Er zit nog een flinke korting op aandelen opkomende markten

Koers-winstverhouding wordt gunstiger



Worden aandelen riskanter?

Risico-opslag in procentpunten



SUCCEESVOL IN SPELEN OP GRIJZE GOLF

BELEGGINGSTHEMA: OUDERDOM

- *Zorg hunkert naar innovatie*
- *Farmacie aantrekkelijk geprijsd*

TEKST: JEROEN BOOGAARD

VERGRIJZING IS AL jaren een belangrijk beleggingsthema, maar de resultaten spreken nog niet tot de verbeelding. Toch ontkomen beleggers er niet aan om de grijze golf te berijden.

Wie de Kampioen openslaat, wordt bedolven onder advertenties voor elektrische fietsen, trapliften, cruises, scootmobielen en instapbaden. Het bedrijfsleven speelt gretig in op de vergrijzing, die massaal toeslaat in het Westen nu de eerste babyboomers met pensioen gaan. En voor beleggers lijkt het een koud kunstje om daarvan te profiteren door simpelweg te investeren in fabrikanten van dit soort producten. Maar wie op deze wijze het vergrijzingsthema bespeelt kan wel eens van een koude kermis thuiskomen, zegt Ko van Nieuwenhuijzen van het Delta Lloyd Health Development Fund.

'Door de vergrijzing en het feit dat mensen dankzij nieuwe technieken en medicijnen steeds ouder kunnen worden, rijzen de kosten van de gezondheidszorg in het Westen de pan uit. Overheden zullen zich zodanig opstellen dat dit een halt wordt toegeeroepen, bijvoorbeeld door prijzen naar beneden bij te stellen. Dit zal ondernemingen treffen die het vooral moeten hebben van vo-

lume.' Volgens de fondsmanager staat de industrie een structurele transformatie te wachten, waarbij nieuwe spelers een rol zullen gaan opeisen en oude spelers waarde gaan inleveren.

The New Health

In 'The New Health', zoals hij dat noemt, zal de nadruk liggen op betere maar vooral ook goedkopere zorg. Want dat het goedkoper moet, staat buiten kijf. Inmiddels nemen zorgkosten in de Verenigde Staten ruim 17 procent van het bruto binnenlands product voor hun rekening en als hier niets aan wordt gedaan, stijgt dat binnen enkele jaren boven de 20 procent uit, zo waarschuwt Van Nieuwenhuijzen. In Europa ligt het aandeel op circa 8 procent, maar ook hier stijgen de zorguitgaven sterk. 'De zorgstelsels in de geïndustrialiseerde landen zijn niet langer houdbaar. Er moet iets veranderen, bij de afnemer van de zorg, de overheid en de industrie zelf. Partijen die in de goede jaren eigenlijk een overwinst hebben behaald, kunnen deze status-quo niet handhaven.' Hij doelt met name op de grote farmacieconcerns. Zij hebben een belangrijk aandeel gehad in de enorme industrie die ontstond na het opzetten van de zorgstelsels in het Westen in de jaren '70, maar krijgen het waarschijnlijk zwaar te verduren onder



DE VERGRIJZING KOMT ERAAN,
JONGEREN KUNNEN ER OP IN SPELEN
FOTO: HH

de wereldwijde zorghervormingen. Ofschoon beleggers kunnen profiteren van de structurele veranderingen in de zorg, zullen zij volgens Van Nieuwenhuijzen dus selectief te werk moeten gaan. Zijn fonds belegt in ondernemingen die zich bijvoorbeeld bezighouden met het verbeteren van transparantie en efficiency in de zorg, waaronder ict-bedrijven en inkoopcombinaties voor ziekenhuizen waarmee goedkope medische apparatuur kan worden aangeschaft. Maar ook bedrijven actief met de ontwikkeling van innovatieve behandelmethoden zitten in de portefeuille.

De wind mee

Binnen de farmaceutische bedrijven gaat de voorkeur uit naar producenten van

'Veel bedrijven zijn gepositioneerd om van de structurele hervormingen te profiteren'

generieke geneesmiddelen, omdat zij profiteren van de grote hoeveelheid patiënten die de komende jaren aflopen. Daardoor wijkt het fonds af van de MSCI Healthcare Index, waarin de Big Pharma-sector sterk is vertegenwoordigd. Maar juist deze grote farmaceuten worden bedreigd door de hervormingen in de gezondheidszorg. Daarnaast hebben zij te kampen met strengere wetgeving om nieuwe medicijnen op de markt te brengen, waardoor sprak is van meer dure testen, aflopende patenten en een beperkte pijplijn aan nieuwe producten. De heersende onzekerheid drukt volgens Van Nieuwenhuijzen de MSCI Healthcare Index, die over de afgelopen vijf jaar nauwelijks van zijn plaats is gekomen. 'Het is voor veel mensen nog niet duidelijk waar de bal heen rolt. Daardoor kijken generalisten vooralsnog de kat uit de boom. Maar voor specialisten is het juist nu kansrijk om in de sector te investeren, want veel ondernemingen die goed zijn gepositioneerd om de vruchten te plukken van de structurele hervormingen zijn aantrekkelijk gewaardeerd.'

Overigens rijst natuurlijk de vraag of de onzekerheid niet inmiddels is ver-



werkt in de koersen van de grote farmacieconcerns, die via trackers als de Amundi ETF MSCI Europe Healthcare of de iShares Dow Jones US Healthcare eenvoudig en tegen lage kosten bereikbaar zijn. 'Op basis van de kasstromen is de waardering misschien aantrekkelijk, maar als daarmee dure overnames of moeilijke r&d-projecten worden gefinancierd dan doet dat de koersen geen goed. Bovendien hebben producenten van generieke geneesmiddelen nu eenmaal de wind mee, terwijl de waardering van bijvoorbeeld een bedrijf als Teva niet wezenlijk verschilt met die van een grote farmaceut', zegt Van Nieuwenhuijzen.

Wie zijn kaarten wil zetten op de producenten van generieke geneesmiddelen kan ook terecht bij RBS Markets, dat daarvoor het Generieke Geneesmiddelen Certificaat in huis heeft. Beleggers van het eerste uur staan op een koerswinst van ruim 40 procent. 'Door te beleggen in deze aandelen kan je inspelen op de groeiende vraag naar geneesmiddelen in het algemeen en naar goedkope geneesmiddelen in het bijzonder. De vergrijzing speelt daarbij zeker een rol', aldus Erik Mauritz van RBS. Voor de

speculatief ingestelde belegger biedt RBS turbo's waarmee zowel long- als shortposities ingenomen kunnen worden in de STOXX Europe 600 Health Care index en op enkele grote Europese farmaceuten als GlaxoSmithKline, Sanofi-Aventis en Roche. 'Als je gelooft in de sector en rekening houdt met onzekere economische omstandigheden kan bijvoorbeeld een turbo long met een lage hefboom van twee op dit soort fondsen interessant zijn. De stop-loss wordt dan niet snel bereikt, terwijl je bij een koersstijging van zeg 5 procent wel het dubbele rendement boekt', aldus Mauritz.

Golden Age

De gezondheidszorg is de meest voor de hand liggende sector die gevolgen zal ondervinden van de demografische ontwikkelingen, maar ook elders liggen kansen. Lombard Odier heeft met het Golden Age Fund een themafonds opgezet dat hierop inspeelt. 'Wij proberen via een top-downbenadering ondernemingen te identificeren die zich richten op de behoeften en wensen van senioren. Daaronder bevinden zich bedrijven die actief zijn op het gebied van gezonde voeding, cosmetica, vrijetijdsbesteding, financiële dienstverlening, maar ook producenten van gehoorapparaten en heupimplantaten', vertelt senior vice president Matthias Gäumann.

Research wijst volgens hem uit dat er tegen 2050 meer dan 2 miljard mensen ouder zijn dan 60, wat zou neerkomen op circa 20 procent van de wereldbevolking. 'Met uitzondering van Afrika is er sprake van een wereldwijde trend als gevolg van de gedaalde vruchtbaarheidscijfers en een toename van de levensverwachting. In het Westen speelt mee dat de eerste babyboomers inmiddels de pensioengerechtigde leeftijd hebben bereikt.' De snel uitdijende groep van actieve ouderen, 'golden agers', vormt volgens hem een belangrijke, niet te negeren consumentengroep. En de sector gezondheidszorgsector zal hiervan het meest profiteren, zodat het fonds op dit moment voor 40 procent is belegd in Healthcare Equipment & Services en 35 procent in farma- en biotechbedrijven. 'Uit een universum van 400 bedrijven proberen wij circa 70 "pure plays" te selecteren. Grote farmaceuten die ook medicijnen voor andere doelgroepen maken vallen dan vanzelf af.' ■

JEROEN BOOGAARD IS MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.

Column

VOLATILITEIT LIGT ALTIJD OP DE LOER



TEKST: ALEX DRABOWICZ

Veel beleggers zijn in verwarring over de aanhoudende turbulentie op de aandelenmarkten. Het lijkt erop dat aan de hogere volatiliteit geen einde lijkt te komen. De onzekerheid over de macro-economische ontwikkeling lijkt toe te schrijven aan drie factoren: spanning tussen de economische stimulering en de verlaging van de overheidstekorten, de vraag wanneer en in welke mate centrale banken stoppen met de kwantitatieve verruiming waar ze in antwoord op de crisis mee zijn begonnen en, tot slot, een breed gedragen onzekerheid of inflatie weer een overheersend thema wordt. Tegen de achtergrond van deze onzekerheden zal dit jaar sprake blijven van volatiliteit. Deze bereikte in maart een voorlopig hoogtepunt ten gevolge van de Japanse natuurramp en de fall out in de kernreactor die erop volgde. De volatiliteit was als gevolg hiervan voor de S&P 20 procent, de Nikkei 22 procent en de Eurostoxx 20 procent. Daarmee zijn de aandelen in deze indices terug op aantrekkelijke niveaus. Toch is de situatie niet te vergelijken met 2004-2005, omdat we nu in een postcrisis verkeren met structurele problemen als hoge schulden en werkloosheid. De aandelenrally van de laatste vijf maanden werd dan ook vooral gedreven door groei in de opkomende landen en door accommoderend beleid van centrale banken dat zorgde voor lagere volatiliteit. Dit gaat echter gepaard met een inflatiedreiging wat weer tot nieuwe markt-turbulentie aanleiding kan geven. Volatiliteit kun je in dat kader als een asset class zien. Dat hangt samen met de negatieve correlatie tussen aandelen en credit spreads, wat betekent dat een investering in volatiliteit het risico/rendement profiel van aandelen en gebalanceerde portefeuilles

kan verbeteren. Dus als er sprake is van sterke marktdalingen dan stijgt de volatiliteit en dat biedt de mogelijkheid tot het hedgen van de portefeuille. Daarnaast bieden de huidige marktomstandigheden aantrekkelijke mogelijkheden voor absoluut return met selectieve volatiliteitstrategieën.

Twee van dergelijke strategieën hebben zich nu gevestigd: zogenoemde marktneutrale of arbitragestrategieën en directionele strategieën die absolute return beogen. De eerste speelt in op inefficiency in de markt, waarbij er sprake is van een mismatch tussen vraag en aanbod. De tweede strategie is gebaseerd op het feit dat volatiliteit op termijn altijd weer terugkeert naar een historisch gemiddelde. Als de volatiliteit beneden dat lange termijn gemiddelde is, dan kopen managers volatiliteit. Als het er boven is, dan gaan ze short. Feitelijk komt dit neer op de aloude beurswijsheid van 'buy low, sell high'. Want vrijwel altijd geldt dat hoe ver de volatiliteit afwijkt van het historische gemiddelde, hoe sterker het zal terugkeren naar dat gemiddelde.

Accommoderend beleid centrale banken zorgde voor een daling van volatiliteit

Voor beleggers belooft 2011 opnieuw een uitdagend jaar te worden. Hoewel de aandelenmarkten opvallend rustig reageren op de onrust in het Midden-Oosten en de crisis in Japan, zijn de eerste haarscheuren zichtbaar. Nieuwe hoge niveaus van volatiliteit kunnen worden veroorzaakt door de lange rente, wereldwijde onevenwichtigheden en toenemende druk om de recordschulden terug te dringen. Net als in 2010 kunnen onverwachte problemen de aandelenmarkten raken, juist als je er als belegger totaal niet op rekent. ■

ALEX DRABOWICZ IS SPECIALIST OP HET TERREIN VAN VOLATILITEIT EN WERKZAAM VOOR AMUNDI ASSET MANAGEMENT.



Hoe meer research we besteden aan vastgoed in Azië, hoe 'gelukkiger' we worden.

Overall in Azië, dus ook in de vastgoedwereld, loop je tegen gelukssymbolen aan waarvan de mensen hopen dat ze het lot gunstig stemmen en bescherming geven. Maar met geluk heeft ons succes in Aziatisch vastgoed weinig te maken; wij hechten meer waarde aan onze solide, eerste klas interne research en onze lokale ervaring.

Aziatisch vastgoed heeft een groot investeringspotentieel – sterke economische groei en een groeiende bevolking hebben geleid tot een sterke vraag naar vastgoed. Bij Aberdeen geven we onze cliënten toegang tot dit potentieel – door onze met bloed, zweet en tranen opgedane ervaring – via ons Aziatisch vastgoed fund of funds. Wij selecteren uitsluitend de beste managers voor onze fondsen door hen persoonlijk op locatie te ontmoeten en middels een rigoreuze due diligence.

Met zeven professionals die zich uitsluitend bezighouden met de regio Asia-Pacific, hebben we de grootste lokale vertegenwoordiging van vergelijkbare vastgoed fund of funds die investeren in Azië.

Kortom, als u op zoek bent naar een vastgoed investment manager met diepgaande kennis en research capaciteiten, die graag namens u deuren opent, beschouw uzelf dan maar als gelukkig.

Voor meer informatie over de mogelijkheden van vastgoed in Azië, neemt u contact op met Rik Brouwer: **+31 20 6870 512**
rik.brouwer@aberdeen-asset.com

www.aberdeen-asset.nl



In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De waarde van aandelen kan zowel stijgen als dalen en kan worden beïnvloed door fluctuerende wisselkoersen. Een belegger krijgt zijn geïnvesteerde geld niet altijd terug. Beleggingen in Opkomende Markten kunnen een hoger risico en een grotere volatiliteit met zich meebrengen in verband met politieke en economische instabiliteit in onderontwikkelde markten en systemen. Beleggingsbeslissingen dienen niet te worden gemaakt op basis van de hierin uiteengezette inzichten; u dient daartoe de prospectussen te lezen van de fondsen. Uitgegeven en goedgekeurd door Aberdeen Asset Managers Limited, 10 Queen's Terrace, Aberdeen AB10 1YG. Geautoriseerd en gereguleerd door de Autoriteit Financiële Diensten in het Verenigd Koninkrijk. Telefoongesprekken kunnen worden opgenomen.



DWS Top Dividende biedt een uitstekende bron van inkomsten

DWS Top Dividende – vijf sterren en Superior rating volgens Morningstar®*

In periodes van lage rentes, kunnen kapitaalkrachtige bedrijven de beleggers een reguliere stroom van inkomen bieden en tegelijk de marktvolatiliteit beperken door hun defensief profiel. Het DWS Top Dividende fonds richt zich op de bedrijven die hebben aangetoond een bovengemiddeld dividendrendement te kunnen genereren en hiernaast ook een uitstekende dividendgroei en behoedzame pay-out ratio's hebben. Deze multifactor aanpak is zeer succesvol gebleken, wat onze vijf sterren- en Superior rating van Morningstar® bevestigt.

» www.dws.nl

1ST CHOICE FOR YOUR MONEY.



* De auteursrechten van de Morningstar Rating berusten bij Morningstar.

In Nederland worden de producten van DWS Investments u aangeboden door Deutsche Bank AG Amsterdam Branch. DWS Investments maakt deel uit van de Deutsche Bank Group. Deutsche Bank AG Amsterdam Branch en de bovenstaande beleggingsfondsen zijn geregistreerd bij de AFM (Autoriteit Financiële Markten) te Amsterdam. Loop geen onnodig risico. Lees het vereenvoudigd prospectus. Deze is te vinden op dws.nl. De waarde is afhankelijk van ontwikkelingen op de financiële markten en kan als gevolg van het beleggingsbeleid sterk fluctueren.

STRUCTURED PRODUCTS LATEN CRISIS ACHTER ZICH

Sector richt zich op alternatief voor laagrenderende spaarproducten

TEKST: CEES VAN LOTRINGEN

EEN COWBOYMARKT IS het allang niet meer, maar na de kredietcrisis van 2008 is de markt voor gestructureerde producten sterk omgeslagen. Klanten zijn veel kritischer en dientengevolge is het aantal introducties van nieuwe producten drastisch gedaald.

'Tot 2007 werd alles aangeboden: garantieproducten, asset backed securities, autocallables en gestructureerde obligaties. Maar de garantieproducten bleken in de crisis van 2008 niet altijd de garantie te bieden die ze vroeger deden, mede omdat de onderliggende risico's van obligaties veel groter waren dan gedacht', zegt Marcel Tak, die als zelfstandig adviseur en columnist gestructureerde producten beoordeelt.

Sinds de kredietcrisis zijn particulieren veel behoedzamer. Ze zoeken volgens Tak naar producten die een hoofdsomgarantie bieden of producten die transparant zijn en lagere kosten in rekening brengen. Toch is het wantrouwen nog niet geweken. 'Veel beleggers zeggen mij dat de banken er alleen maar aan verdienen en daarnaast hebben opgedane ervaringen met bijvoorbeeld de Lehman Notes de sector ook geen goed gedaan.'

Zowel in Nederland als de omrin-

'Een financieel rijbewijs is nodig: met een brommer mag je ook niet zomaar de weg op'

gende landen hebben gestructureerde producten alweer het omzetniveau bereikt van voor de kredietcrisis. In Nederland verloopt dat herstel iets trager.

Tak denkt te weten waarom: 'Marktleider ABN Amro is weggefallen door de opsplitsing van de bank en door de verkoop van ABN Amro Markets aan RBS. Daarnaast is er sprake van specifieke marktomstandigheden, namelijk een lage rente en een hoge volatiliteit.' Volgens Tak maakt een dergelijke marktomstandigheid het voor aanbieders moeilijk om garantiestructuren te maken. 'Daarvoor heb je namelijk liever een hoge(re) rente en een lage beweeglijkheid.'

Terug naar eenvoudig

Toch denkt Tak dat de moeilijke situatie waarin de aanbieders van gestructureerde producten verkeren van tijdelijke aard is - zoals de recordomzet in het eerste kwartaal van 2011 ook laat zien (zie kader). Als ABN Amro Markets zijn positie weer herstelt en de rente stijgt, dan komt de dynamiek van weleer weer terug, denkt Tak. Voor RBS, dat nu nog marktleider is, zal de terugkeer van ABN Amro Markets een uitdaging zijn.

Jean-Paul van Oudheusden, hoofd van RBS Markets Benelux, wijst er echter op dat het marktaandeel in Nederland in het eerste kwartaal van dit jaar 62 procent bedroeg. 'Vorig jaar realiseerden we een groei van 26 procent ten opzichte van 2009, terwijl de markt als geheel in die periode met 18 procent toenam.'

Naar verluidt is ABN Amro terughoudend met het adviseren en/of aanbieden van RBS-producten aan klanten. Tak begrijpt dat wel: 'Eerst werden alle producten door ABN Amro uitgegeven, maar na de overname was RBS de uitgevende instelling geworden. Daardoor

was het juridisch lastig te bepalen van wie het product nu eigenlijk was. Daar is nu weliswaar helderheid in, maar er is nog altijd sprake van rivaliteit aangezien beide producten onder de merknaam Turbo's verkopen. Van Oudheusden zegt dat ABN Amro bij het advies aan klanten rekening houdt met het kredietrisico en er voor waakt alleen het papier van de een of de ander aan te bieden.

Tak is positief over de productlijn die RBS Markets nu met de Royal RBS AEX Obligaties op de markt heeft gebracht: dit product biedt een bepaalde rente, afhankelijk van de verwachting die de belegger heeft over de stand van de AEX op einddatum. Volgens van Oudheusden appelleert dit product sterk aan beleggers die een alternatief zoeken voor de lage spaarrente, maar niet meer dan een beperkt risico willen nemen.

Tak is het daarmee eens: hij vindt het een eenvoudig product, met een hoge toegevoegde waarde. 'Het is goed dat het in serie wordt uitgegeven, dan

heeft de belegger keuze. Wel hoop ik dat de uitgevende instellingen weer producten gaan uitgeven met een wat hogere risicograad, met daarbij natuurlijk ook een hoger rendementsperspectief.'

Een variant op de reguliere obligatie met vaste rente zijn producten die een renteminimum bieden en een variabele coupon. 'Die producten zijn momenteel heel populair', zegt Tak. Voorbeelden zijn de Rabo Variabele Coupon Obligatie, de ABN Amro Rente Protect Note en de Kempen/Van Lanschot Floored Floater. 'Toch is het niet zo'n simpel product als het lijkt. Het is namelijk een variabele rente, die lager is dan het tienjaarstarief', waarschuwt Tak. Hij bepleit in dat verband al langer voor een financieel rijbewijs. 'Met een brommer mag je ook niet de straat op zonder rijbewijs. Zo zou dat ook met financiële producten moeten zijn.'

CEES VAN LOTRINGEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

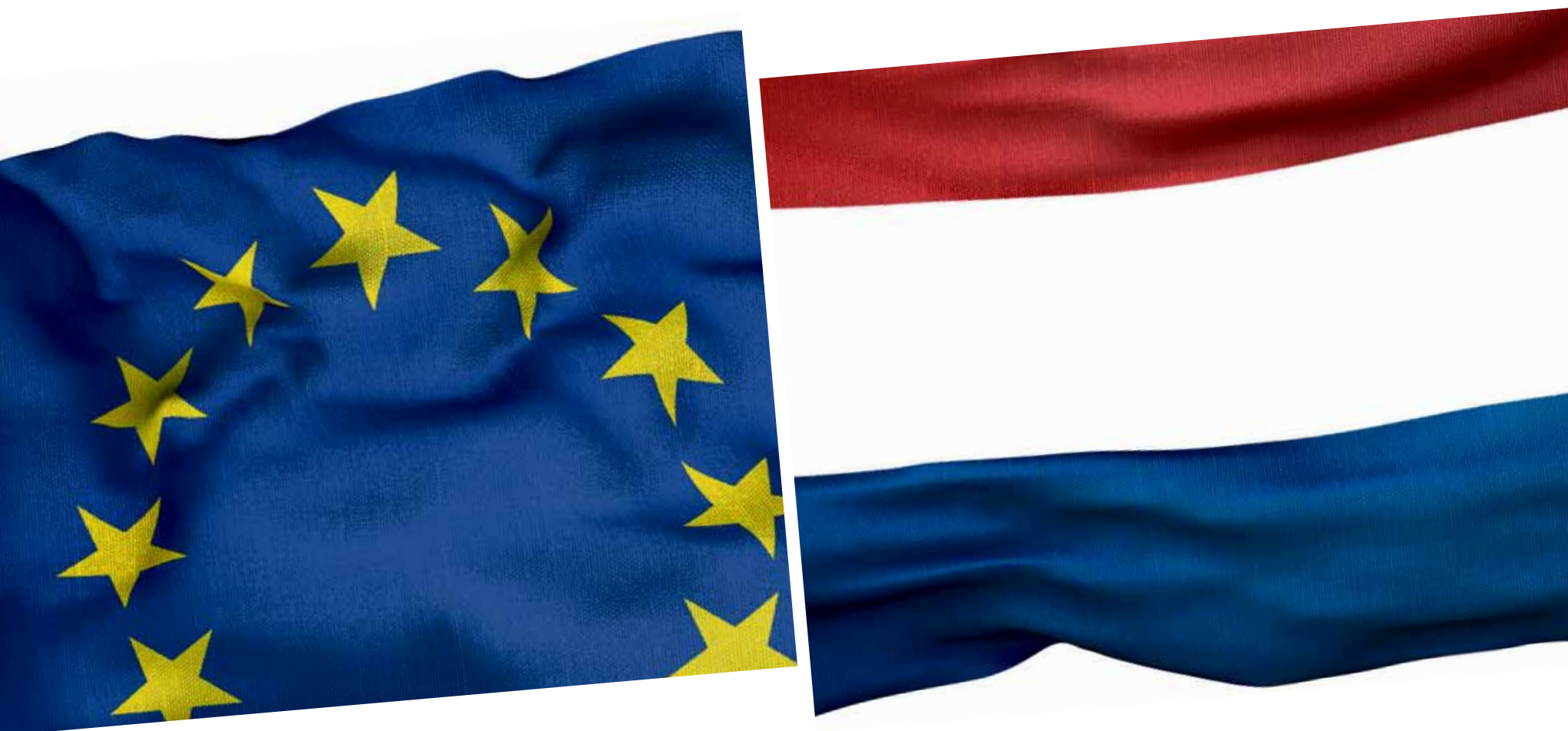
OMZET- EN TRANSACTIECIJFERS CERTIFICATEN

HANDEL FLOREERT WEER OP DE VLOER

Omzet- en transactiecijfers certificaten, warrants en structured notes 2005 tot en met eerste kwartaal 2011:

Omzet (in mln euro's)		Transacties (aantallen)	
2005	€4828	2005	384384
2006	11239	2006	1238144
2007	14834	2007	1688436
2008	12740	2008	1718837
2009	12603	2009	2359805
2010	14920	2010	2018228
2011 (Q1)	4153	2011 (Q1)	591827

De zoektocht naar inkomen start hier >



Staatobligaties: 1,3%*, EMD: 6,1% , High Yield: 6,9%***.**
Maar wat is nu de optimale mix?

Sinds 2004 biedt het ING First Class Obligatie Fonds een uitgekende vastrentende portefeuille gericht op een aantrekkelijk dividend rendement. De basis van het fonds bestaat uit staatsobligaties aangevuld met de vele mogelijkheden die voor de belegger soms moeilijk toegankelijk zijn. Daarmee richt het ING First Class Obligatie Fonds zich op een aantrekkelijke yield tegen een aanvaardbaar risico in een dynamische omgeving.

Voor meer informatie ga naar www.ingim.nl

INVESTMENT MANAGEMENT



ING Fund Management B.V. is de beheerder van het ING First Class Obligatie Fonds en is als zodanig in het bezit van een vergunning van de Autoriteit Financiële Markten (AFM) te Amsterdam op grond van de Wet op het financieel toezicht. Voor gedetailleerde informatie over genoemd beleggingsfonds verwijzen wij u naar het prospectus en het daarbij behorende supplement van het beleggingsfonds. Voor ieder beleggingsfonds is tevens een financiële bijsluiter of een vereenvoudigd prospectus opgesteld. Loop geen onnodig risico. Lees de financiële bijsluiter of het vereenvoudigd prospectus voordat u het product koopt. Het prospectus, supplement, financiële bijsluiter en vereenvoudigde prospectus is verkrijgbaar via www.ingim.nl.

* Nederlandse 1-jaars staatsobligaties 15-Jan-2012 ** JP Morgan EMBI Global Diversified *** Barclays Capital High Yield 70% US 30% Pan Euro 2% Capped ex Fin Subord 18 april 2011

FONDSNIEUWS-PRODUCTPANEL

DE ACHT P'S VAN DE PRODUCTANALYSE



ANALYSE

DE ACHT P'S	OMSCHRIJVING	SCORE DB-X FONDS
PORTFOLIO FIT	Strategische 'fit' in de portefeuille	✓ ✓
PRICE	Kosten	✓ ✗
PERFORMANCE	Trackrecord	✓ ✓
PROCESS	Structurering van het beleggingsproces	✓
PEOPLE	Skills/ervaring van het team	✓
PRODUCT STRUCTURE	Liquiditeit, transparantie en structuur van het product	✓ ✓
PARENT	Kwaliteit/structuur van de organisatie	✓
PRODUCT SIZE	Vermogen onder beheer, niet te klein/niet te groot	✓ ✗

LEGENDA

zeer slecht	✗ ✗
slecht	✗
neutraal	✗ ✓
goed	✓
zeer goed	✓ ✓

MEE OP DE BAGAGEDRAGER

Fondsnieuws lanceert een productpanel, dat zijn schijnwerpers richt op de kwaliteit, de kosten en de transparantie van beleggingsproducten. Deze keer: DB-X Systematic Alpha Index Fund van Deutsche Bank.

RECENTELIJK HEEFT DEUTSCHE Bank het beleggingsfonds in Nederland laten registreren: het DB-X Systematic Alpha Index Fund repliceert de Diversified Futures Strategie van Winton Capital Management. Het DB-X-fonds is gescoord op een aantal criteria; de acht P's van het Fondsnieuws-productpanel (zie kader). Bij deze analyse wordt ingegaan op de volgende P's: Portfolio Fit en Product Structuur.

Portfolio Fit

Managed Futures-fondsen zijn fondsen die een gediversificeerde portefeuille aanhouden van long- en shortposities in futurescontracten. Veelal handelen managed futures-fondsen op basis van kwantitatieve trendvolgende modellen. Doordat uitsluitend in hoogliquide futurescontracten wordt belegd, zijn deze fondsen in staat om de portefeuille snel aan te passen zodra de modellen een trendomkeer vaststellen. Deze eigenschap zorgt ervoor dat managed futures-fondsen in tijden van crisis in staat zijn om te profiteren van de dalingen op de markten. Zo was managed futures de enige risicodragende beleggingscategorie die in 2008 een hoog positief rendement behaalde. In een tijd waarin correlaties tussen risicodragende beleggingen

hoog zijn en de door middel van spreiding te behalen diversificatievoordelen stukken lager zijn dan voorheen, is dat waardevol. Naast de risicobeperkende werking die deze fondsen als gevolg hiervan op een traditionele beleggingsportefeuille hebben, kent deze strategie een hoog verwacht rendement. Dit betekent dat een toevoeging van managed futures het totale portefeuillerisico verlaagt zonder dat er op de lange termijn aan rendement hoeft te worden ingeleverd.

Product Structuur

Binnen de managed futures-strategie is Winton Capital Management een van de grotere fondsen met een lang trackrecord. In het kader is te zien hoe het DB-X Systematic Alpha Index fund, dat Winton repliceert, op deze P's scoort. Het zou te ver voeren om elk onderdeel apart

'Managed futures-fondsen kunnen in tijden van crises profiteren van marktdalingen'

te behandelen. We staan hier nu stil bij de score op Product Structuur.

De reden dat Deutsche Bank met een fonds komt dat het Winton Diversified Futures-fonds repliceert, is gelegen in feit dat het Winton Diversified Futures-fonds uitsluitend bedoeld is voor institutionele beleggers. Dit betekent dat het pas vanaf een minimaal bedrag van 1 miljoen euro mogelijk is om toe te treden. Daarnaast kent het fonds een maandelijkse liquiditeit en is het fonds, zoals vele hedgefondsen, gevestigd op de Kaaimaneilanden. Deze kenmerken maken het voor particulieren vrijwel onmogelijk om te participeren in de strategie.

Sinds enige tijd zijn er zogenaamde managed account platforms beschikbaar die het mogelijk maken voor particuliere beleggers om in bepaalde liquide hedgefonds-strategieën te beleggen. Deutsche Bank heeft een dergelijk managed account platform en het DB-X Systematic Alpha Index Fund is een fonds dat via het Deutsche Bank-platform belegt in de Diversified Futures Strategie van Winton. Beleggen in een hedgefonds via een managed account platform biedt een aantal belangrijke voordelen. Zo monitort de bank die het managed account platform aanbiedt de

portefeuille van de hedgefondsmanager en wordt er gecontroleerd of de manager zich houdt aan het in het prospectus beschreven beleggingsmandaat. Daarnaast kunnen particuliere beleggers profiteren van de schaalvoordelen en liquiditeit van het managed account platform. Zo geldt voor het DB-X Systematic Alpha Index Fund geen minimaal inschrijvingsniveau, is de liquiditeit verhoogd naar wekelijkse toe- en uitstreding en is het fonds een volledig UCITS III gereguleerd en in Nederland geregistreerd beleggingsfonds. Hoewel regulering geen garantie op rendement levert, zijn bepaalde zaken zoals liquiditeit, productstructuur en diversificatie van beleggingsrisico's hiermee tot op zekere hoogte gewaarborgd. Uiteraard zijn de kosten van het DB-X Systematic Alpha Index Fund wel iets hoger dan wanneer direct in het institutionele product van Winton wordt belegd. Per saldo is het DB-X Systematic Alpha Index Fund echter het goedkoopste voor particulieren beschikbare managed future-fonds in Nederland. ■

DEZE PRODUCTANALYSE IS AFKOMSTIG VAN MARCEL DE KLEER, ANALIST VAN DE ONAFHANKELIJKE VERMOGENSBEHEERDER WEALTH MANAGEMENT PARTNERS.

CapitalatWork: vermogensbeheer met resultaat.

VERMOGENSBEHEER • VERMOGENSSTRUCTURERING

Sinds 1990 bouwt CapitalatWork met succes aan de waarde van de beleggingsportefeuilles voor haar cliënten. Onze businessfocus is volledig gewijd aan vermogensbeheer en -structurering. Daarbij vormen helderheid en eenvoud de fundamenteën. Wilt u weten wat wij voor u kunnen betekenen? Surf naar www.capitalatwork.com of neem contact met ons op :

CapitalatWork

Bijster 16
4817 HX Breda
T. +31(0) 76 523 70 50
s.faber@capitalatwork.com

www.capitalatwork.com

capital at work

Wealth Management  Foyer Group

COMPUTER DOET 'T WERK

'Het advies kan veel goedkoper'

TEKST: CORINA RUHE

OP HET KANTOOR van Ohpen aan de Amsterdamse Herengracht zitten geen duurbetaalde beleggingsadviseurs en vermogensbeheerders. 'Beleggingsadvies kan veel eenvoudiger en goedkoper', zeggen oprichter Chris Zadeh en mededirecteur Michel Vrolijk.

'Het is voor een belegger nauwelijks mogelijk om outperformance te realiseren door in actieve beleggingsfondsen te beleggen', oordeelt Zadeh. 'Verschillende onderzoeken tonen dat ook keer op keer aan. Dus waarom al die moeite en al die mensen en al dat geld?'

'Een klant wil alleen maar weten: Wat is mijn rendement? Welk risico loop ik dat ik geld verlies? En wat kost het advies me?' zegt Zadeh.

Volledig geautomatiseerd

Het beleggingsproces bij Ohpen is volledig geautomatiseerd, er komt geen mensenhand aan te pas. Zadeh, die eerder aan de wieg stond van onlinebroker Binckbank, heeft daarvoor met een aantal collega's een eigen computermodel ontwikkeld.

Als uitgangspunt voor het beleggingsmodel dient de Moderne Portefeuille Theorie van Markowitz en Sharpe. Volgens deze theorie zou een

'Modelportefeuille van de banken is alleen gebaseerd op risicoprofiel en op bankbelang'

portefeuille moeten bestaan uit een risicodragend en een risicomijdend deel. Deze verhouding bepaalt het model van Ohpen aan de hand van een meter die de persoonlijke risicobereidheid van een belegger bepaalt.

Het computermodel zoekt naar de meest optimale beleggingen uit het hele universum van aandelen, (bedrijfs-)obligaties, vastgoed en grondstoffen. Per beleggingscategorie zoals sector, land, valuta of regio, selecteert het systeem die aandelen die op basis van een vijfjaars-gemiddelde van een combinatie van parameters zoals rendement, volatiliteit en onderlinge correlaties het hoogste rendement realiseren bij een zo laag mogelijk risico. Doordat het model steeds op zoek gaat naar de meest optimale belegging met een maximale spreiding over alle mogelijke beleggingen, verandert de samenstelling van de portefeuille, die bestaat uit ruim 3000 titels, wekelijks.

Vrolijk, die in het bestuur zit namens investeringsmaatschappij Amerborgh, en Zadeh, verwachten met deze methode een revolutie teweeg te brengen in de beleggingswereld. Op de Nederlandse markt is Ohpen de enige partij die klanten op deze manier beleggingsproducten aanbiedt. In het buitenland heeft Virgin Money een vergelijkbaar model.

Ohpen is in april 2010 van start gegaan en heeft inmiddels een beheerd vermogen van meer dan 30 miljoen euro. De klanten die vanaf het begin bij Ohpen beleggen, hebben inmiddels een rendement van 21 procent behaald. Vrolijk en Zadeh streven naar een beheerd vermogen van 100 miljoen euro in 2013.

Geld verdienen is voor Zadeh niet de belangrijkste drijfveer. 'Als je maar iets maakt dat goed is, dan komen de klanten vanzelf.' Hij geeft aan hoe ont-



CHRIS ZADEH EN MICHEL VROLIJK

FOTO: JEROEN OERLEMANS

zettend makkelijk vermogensbeheerders geld kunnen verdienen aan klanten door hoge transactiekosten in rekening te brengen.

Zadeh kijkt al langere tijd met ergernis naar de Nederlandse grootbanken die beleggingsadvies geven. Hij vindt ze duur en inefficiënt. 'De modelportefeuilles bij banken als Rabo of ABN Amro MeesPierson zijn alleen gebaseerd op het risicoprofiel. En vooral op de inkomsten van de bank zelf.'

Ohpen rekent voor alle dienstverlening een premie van 1 procent op jaarbasis. Zadeh vindt het onzin dat de banken zulke hoge kosten in rekening brengen. 'Dienstverlening kan makkelijk goedkoper door de achterkant goedkoper te maken.'

De oprichter van Ohpen rekent voor hoe makkelijk een assetmanager zijn geld kan verdienen. 'De vermogensbeheerder betaalt 0,1 procent voor het afwickelen van een effectentransactie bij een broker. Vervolgens brengt hij de klant hiervoor 0,7 procent in rekening. 'Die 0,6 procent steekt hij vervolgens in zijn zak.'

Pensioenproduct

De ambitie om de wereld te veranderen

reikt verder dan alleen vermogensbeheer. Zadeh en Vrolijk willen op basis van hetzelfde beleggingsmodel ook een pensioenproduct gaan aanbieden. Net als bij vermogensbeheer, verwachten ze hier ook een revolutie teweeg te brengen. Eind december nam Ohpen vermogensbeheerder en levensverzekeraar Robein over. De partijen willen samen aan dit nieuwe product gaan werken. De overname is nog niet voltooid. Zadeh verwacht binnenkort van de Nederlandsche Bank de officiële goedkeuring te krijgen.

Vrolijk: 'Pensioenfondsen hebben nooit in het belang van de klant gehandeld. Ze zijn veel te duur. Zij hebben nooit een prikkel gehad om efficiënt te werken. De rentestructuur was altijd gunstig, daarom viel het nooit op dat pensioenfondsen er niet goed voor stonden. Nu blijkt hoe slecht ze in de afgelopen jaren hebben gepresteerd.'

Aan het eind van dit jaar moet het pensioenproduct er staan. Het zal in eerste instantie worden aangeboden aan werkgevers. 'We beginnen met het MKB want hoe kleiner het bedrijf, hoe slechter de pensioenvoorziening.'

CORINA RUHE IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

KWARTAAL WINNAARS

GRONDSTOFFEN EN HIGH YIELDS OP KOP

- *Markten in de greep van politieke onrust*
- *Lange termijnperspectief blijft gunstig voor Azië*

TEKST: BAS DOMMERHOLT

GRONDSTOFFEN WAREN DE grote winnaars in het eerste kwartaal van 2011. Langlopende AAA-staatsobligaties waren de minst presterende asset class. Aandelen moesten eveneens een stapje terug doen, voornamelijk vanwege de nucleaire ramp in Japan en zorgen over de stijgende inflatie. De Aziatische landen namen meerdere verkrappende monetaire maatregelen om oververhitting van hun economieën te voorkomen. Ook in de ontwikkelde markten stegen de rentes, voornamelijk doordat de stijgende grondstofprijzen de inflatieverwachtingen aanwakkeren. Doordat de risicopremies afnamen bracht het eerste kwartaal van 2011 voor high yield toch nog mooie resultaten, ondanks stijgende rentes.

1. AANDELEN

De eerste maanden van 2011 zagen de markten er goed uit en de wereldwijde aandelenindices stegen onder leiding van het economisch herstel in de VS en de 'ontkoppeling' in de Europese schulden crisis naar nieuwe hoogtes halver-

wege februari. De opkomende markten, de motor van het economisch herstel, moesten reeds eerder een stap terug doen van overspannen verwachtingen en zagen een forse dalingen in de aandelenmarkten. De ramp in Japan en de explosief stijgende olieprijs deden de rest en maakten de kleine winsten van 2011 weer ongedaan.

De S&P Global 1200 eindigde het kwartaal 1 procent lager in euro's gemeten. De Amerikaanse S&P 500 steeg weliswaar met ongeveer 6 procent, maar dat werd volledig tenietgedaan door de verzwakkende dollar.

Europese aandelen deden het relatief het beste met een plus van 1 procent in de S&P Europe 350, voornamelijk vanwege positieve berichten uit Spanje en een groeiend vertrouwen in een oplossing voor de Europese schulden crisis.

2. VASTRENTEND

Rentes stegen wereldwijd door de stijgende inflatie in de opkomende landen en verkrappende maatregelen van monetaire autoriteiten. Risicopremie's namen af waardoor er in de meer risicovolle obligaties positieve rendementen konden worden genoteerd.

Beleggers in de Duitse 10-jarige staatsobligaties, die over het algemeen worden gezien als de veiligste staatsobligaties in de euromarkten, zagen hun belegging daarentegen 3 procent minder waard worden.

In de markt voor bedrijfsobligaties overheerste de toenemende risicobereidheid en de Barclays Corporate Bond-index steeg in het eerste kwartaal van 2011 met ongeveer 1 procent, ondanks de stijging van de basisrente.

'In 2010 hebben de betere Europese bedrijven hun financiering voor meerdere jaren veiliggesteld en zagen we veel nieuwe obligaties. Dit jaar zien we de mindere bedrijven de markt op komen, na een recordinstroom in high yield-fondsen begin dit jaar.'

De Barclays high yield index steeg met 3 procent. In high yield zijn indices echter niet makkelijk te volgen. De ver-

'Het zwaartepunt verschuift naar grondstoffenrijke landen'

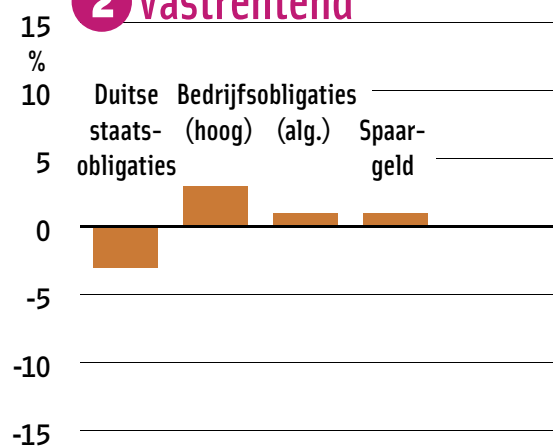
En, heeft u de juiste keuze gemaakt?

Euro-rendementen in het eerste kwartaal van 2011

1 Aandelen

De index (S&P Global 1200) **-1%**

2 Vastrentend



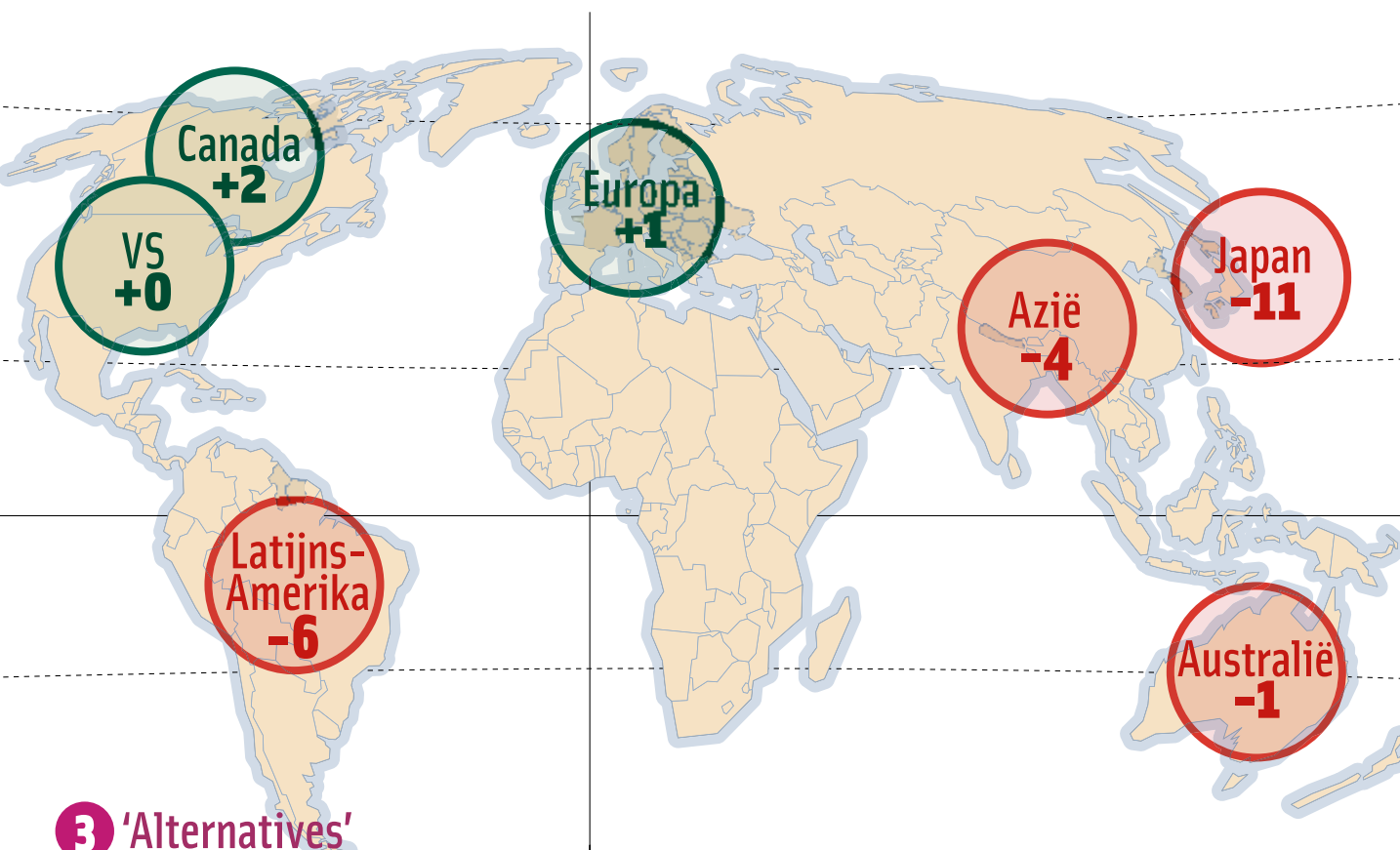
INFOGRAPHIC: PAUL MOUWES

schillen in performance zijn groot en het verslaan van de Barclays-index is op zich al een hele prestatie.

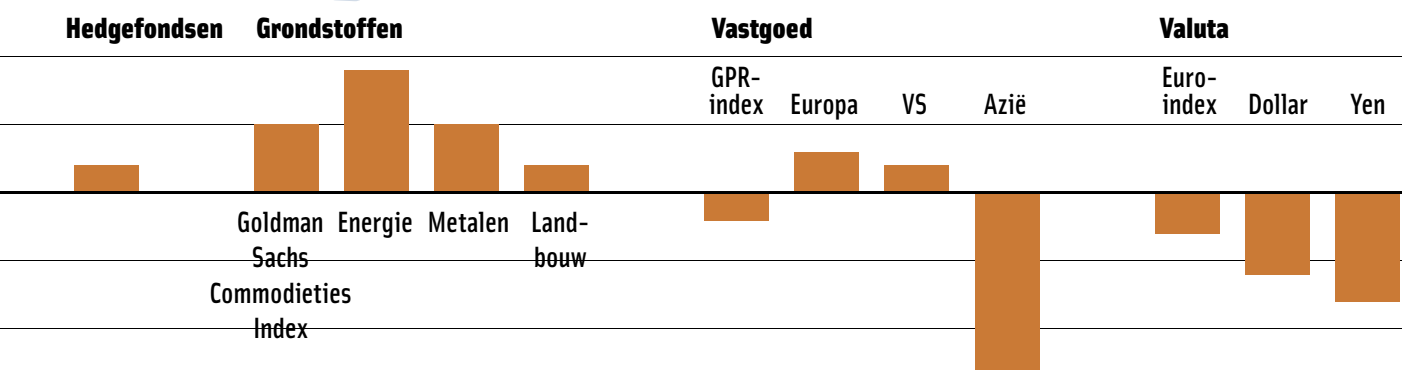
'Passieve oplossingen in high yield werken niet goed vanwege het maatwerk, de gebrekkige liquiditeit, de vele vervroegde aflossingen en de grote in- en uitstroom in die specifieke categorie. Wij wonnen de Morningstar Award in high yield met maar een minimale out-performance in de periode 2007-2009', zegt Sander Bus, hoofd vastrentende waarden bij Robeco.

Volgens Bus wordt er in high yield momenteel een risicopremie betaald van gemiddeld ongeveer 5 procent. De rentes liggen dus ongeveer 5 procent boven staatsobligaties, wat ongeveer overeenkomt met de langetermijngemiddeldes in de markt.

Spanje was een van de best presterende obligatiemarkten en het besmettingsgevaar lijkt te zijn geweken. Bus: 'De markten lijken wat te zijn ontspannen. Was er bij de Griekse crisis vorig



3 'Alternatives'



jaar nog een massale uittocht uit alles waar risico in zit, bij de Portugese was er nauwelijks effect op de markten. Een teken dat rust en diversificatie weer terug lijken te keren.

3. ALTERNATIVES
Grondstoffen

De krapte op de voedselmarkt en problemen in het Midden-Oosten zorgden voor verdere opwaartse druk op de grondstoffenindices. De veel gebruikte index van S&P en Goldman Sachs (SPGSCI) steeg in het eerste kwartaal met 5 procent in euro's gemeten. In dollars gemeten lag de stijging zelfs in de dubbele cijfers voor het kwartaal.

De stijging werd voornamelijk gedreven door olie dat een stevig gewicht heeft in de meeste indices. Olie (Brent) werd maar liefst 18 procent duurder in drie maanden tijd. 'De onrust in de Arabische landen doet risicopremies in de oliemarkten stijgen,' zegt Erik Mauritz, bij RBS Markets onder meer verantwoordelijk voor turbo's op grondstoffen.

'Verder zijn het de lange termijn

ontwikkelingen van een aanhoudende groei in de opkomende markten, die de grondstoffenprijzen wereldwijd omhoog stuwden.'

De SPGSCI subindex Energie was met een stijging van 9 procent volledig verantwoordelijk voor het positieve rendement. De twee andere sub-indices, te weten Agricultuur en Metalen, verloren respectievelijk 2 en 5 procent. Graan werd ongeveer 10 procent goedkoper in de eerste drie maanden van het jaar en was daarmee de grootste daler in de Agricultuur index.

Ook werden zowel edelmetalen als basismetalen goedkoper. Zilver was de grote uitzondering met een stijging van rond de 15 procent. Goud daarentegen verloor ongeveer 5 procent in de eerste 3 maanden van het jaar. Binnen de basismetalen was koper de grote verliezer met een min van 8 procent. Tin was een van de weinige stijgers: plus 12 procent.

Er zijn echter grote verschillen in wegingen in de diverse grondstoffenindices. 'De Jim Rogers-indices (RICI) die wij veel gebruiken, zit bijvoorbeeld min-

der zwaar in energie dan die van Goldman Sachs,' zegt Mauritz.

'De algemene RICO commodity index deed het daardoor iets minder goed dan die van Goldman Sachs in het eerste kwartaal van 2011. De Agricultuur index van Rogers daarentegen deed het bijna 4 procent beter dan die van Goldman Sachs, doordat het uit meer componenten bestaat en een iets andere structuur heeft wat betreft de onderliggende termijncontracten.'

Onroerend goed

Onroerend goed markten en met name het commerciële onroerend goed profiteerden van de verbeterende economische vooruitzichten. De ramp in Japan woog echter het zwaarste en de wereldwijde GPR 250 index daalde het eerste kwartaal in 2011 met 2 procent.

'De beursgenoteerde vastgoedsector in Europa deed het goed en noteerde een rendement van 3 procent', stelt Floris van Dorp van Global Property Research (GPR). 'De Azië index zag met een verlies van 13% de koersen het

hardst dalen het afgelopen kwartaal, voornamelijk als gevolg van de natuurramp in Japan.'

Hedgefondsen

De hedgefondsenindustrie liet in het eerste kwartaal van 2011 gemiddeld een winst van 2 procent zien, volgens de veel gebruikte Hedge Fund Research index.

'Event driven strategieën deden het relatief het best met een rendement van gemiddeld 4 procent', zegt Ken Heinz, de topman van Amerikaanse Hedge Funds Research (HFR). 'Macro strategieën boekten relatief gezien de slechtste resultaten en verloren 1 procent in het eerste kwartaal van 2011.'

Valuta

De euro-index, een mandje van relevante vreemde valuta, verloor 3 procent in het eerste kwartaal van 2011. Deze stijging van de euro volgde op een toenemend vertrouwen in een oplossing van de Europese schuldenproblematiek.

De dollar leverde 6 procent in en wordt over het algemeen toegeschreven aan het ruime monetaire beleid van de Amerikaanse centrale bank dat een gestage depreciatie van de dollar lijkt te veroorzaken. De ramp in Japan zorgde voor flinke schokken in de yen, die uiteindelijk bijna 8 procent moest inleveren in de eerste 3 maanden van het jaar.

'Het is opmerkelijk dat de munten in de opkomende landen zich zo sterk houden, ondanks de grote uittocht van beleggers in het eerste kwartaal. Dat de munten niet onderuit zijn gegaan, is een indicatie van de kracht van de lokale economieën daar', zegt Dennis van den Bosch van het Global Currency fonds van Henderson. 'Ook is er een duidelijke verschuiving naar de meer grondstoffrijke landen zichtbaar. Waar de markt vroeger vluchtte naar de Amerikaanse dollar lijken landen als Australië, Canada en Brazilië deze rol van veilige haven langzaam maar zeker over te nemen.'

Ook merkt Van den Bosch de effecten van de diversificatie van de Chinese centrale bank. De opkoopprogramma's richten zich minder op de Amerikaanse dollar dan voorheen en meer op Euro's en andere valuta. 'Dat is al duidelijk zichtbaar in de markt.'

BAS DOMMERHOLT IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.



De kunst van beleggen

Jazz is kunst. Beleggen ook. En met de beleggingsfondsen van BNP Paribas Investment Partners, marktleider in Nederland, kunt u de toekomst positief tegemoet zien. Deze beleggingsspecialist is onderdeel van het wereldwijd gerenommeerde BNP Paribas, één van de grootste en meest solide financiële instellingen ter wereld. BNP Paribas Investment Partners, marktleider in beleggingsfondsen (Bron: onderzoeksbureau Lipper Feri, december 2010).



BNP PARIBAS
INVESTMENT PARTNERS

www.bnpparibas-ip.nl

Thema: inflatie



Haal angel uit markt

De markt is uit balans. De grondstofprijzen worden opgejaagd, analyseert econoom Sweder van Wijnbergen. De angel moet eruit.

PAGINA 23

Molensteen schulden

De schulden zijn veel hoger dan in de jaren tachtig. Een hoge lange rente kan niemand zich veroorloven, zegt Dennis van Ek.

PAGINA 23

Krediet groeit niet

De angst voor inflatie is overdreven. Want de kredietgroei is zeer beperkt, oordeelt Valentijn van Nieuwenhuijzen van ING IM.

PAGINA 24

EN VERDER

Pro & Contra inflatie

Economen Evert Waterlander en Kees de Kort kruisen de degens.

PAGINA 26-27

Bescherm je vermogen

Welke asset classes en welke producten bieden bescherming tegen de dreiging van snel stijgende inflatie?

PAGINA 29

INFLATIESPOOK HOUDT BELEGGERERS IN ZIJN GREEP

Laveren tussen bestrijden geldontwaarding en stimuleren economie

TEKST: CORINA RUHE

SPANNINGEN IN HET Midden-Oosten, de aanhoudende vraag naar grondstoffen in China, de aardbeving in Japan. Het zijn allemaal los van elkaar staande gebeurtenissen. Toch hebben ze een ding gemeen. Al deze ontwikkelingen leiden tot hogere grondstofprijzen met inflatedruk als gevolg.

Economen zijn vooral bang voor de zogenaamde tweede ronde effecten van de stijgende grondstofprijzen. Werknemers voelen de stijgende voedsel- en brandstofprijzen direct in hun

'Vrees voor loon-prijsspiraal, zoals in de jaren zeventig, overheerst'

portemonnee en vragen daarvoor een compensatie in de vorm van een hoger loon. In Duitsland zijn de eerste tekenen daarvan al zichtbaar. De medewerkers van Volkswagen hebben dit jaar bedongen dat ze 3 procent meer salaris zullen ontvangen.

'De financiële markten zijn bang dat we in een loon-prijsspiraal terechtkomen, zoals in de jaren zeventig is gebeurd', zegt Keith Wade econoom bij vermogensbeheerder Schroders. 'Maar de situatie wordt pas zorgelijk als de output gap, ofwel de niet gebruikte capaciteit in de economie daalt', zegt hij. Dit blijkt onder andere uit een dalende werkloosheid in de Europese kernlanden. 'Als de output gap niet meer zo groot is als aanvankelijk werd gedacht, bestaat de kans dat de salarissen sneller gaan oplopen dan centrale banken verwachten', waarschuwt hij.

Recent beantwoordde Jean-Claude Trichet, president van de Europese Centrale Bank, deze dreiging met een renteverhoging van 25 basispunten. Of

één rentestap voldoende is, is nog niet duidelijk. Door nu de rente te verhogen geeft Trichet wel een duidelijk signaal af. Hij wil de oplopende inflatie in de hand houden.

De president van de ECB krijgt ook kritiek op zijn beleid. Het economisch herstel in Europa is kwetsbaar. De schuldenproblematiek in Griekenland, Portugal en Ierland hangt daar als don-

GEMENGD BEELD

INFLATIEVERWACHTING WERELDWIJD

Werelddeel	2011	2012	2016
VS	2,2	1,6	2
EUROZONE	2,3	1,7	1,9
NEDERLAND	2,3	2,2	1,8
DUITSLAND	2,2	1,5	2
FRANKRIJK	2,2	1,7	1,9
VERENIGD KONINKRIJK	4,2	2	2
JAPAN	0,2	0,2	1
OPKOMENDE LANDEN	6,9	5,3	3,8
BRAZILIË	6,3	4,8	4,5
RUSLAND	9,3	8	6
INDIA	7,5	6,9	4
CHINA	5	2,5	2

BRON: IMF WORLD ECONOMIC OUTLOOK APRIL 2011

INFLATIEPANIEK (1)

'STIJGING VOEDSELPRIJZEN IS EEN BRON VAN ONRUST'



Dennis van Ek, consultant,
Mercer Investment Consulting

De kredietcrisis staat niet op zichzelf, meent beleggingsconsultant Van Ek. Deze vindt zijn oorsprong in de overstap in 1971 van de goudwisselstandaard naar een monetair systeem van 'fiat'-geld. 'Sindsdien kunnen centrale banken geld creëren door hetzij monetaire inflatie, oftewel geld drukken, hetzij kredietinflatie, oftewel kredietverstrekking.' De enorme geldcreatie voor en tijdens de kredietcrisis zal via exploderende grondstofprijzen uiteindelijk resulteren in torenhoge inflatie, zo stelt Van Ek. Hij wijst erop dat Westerse overheden, ondernemingen en consumenten de afgelopen dertig jaar enorme schuldenposities opbouwden. 'Over het afgelopen decennium rapporteert de ECB een groei van de geld- en krediethoeveelheid van gemiddeld 7 à 8 procent. Dat gaat heel lang goed totdat de rentelasten niet meer kunnen worden betaald uit de productieve economie', argumenteert Van Ek. 'De huizenprijzen zijn in de pakweg 15 jaar voor de kredietcrisis veel harder gestegen dan de inkomens. Kredietdeflatie is het correctieproces dat volgt.' Alle bubbels eindigen op deze wijze, zegt de consultant. Uit de ECB-statistieken blijkt dat de kredietgroei het afgelopen jaar met vier procent afnam en de drie daaraan voorafgaande jaren ook al negatief was.

Waardoor op schuld gebaseerde beleggingen dalen in waarde. Ondertussen duurt de monetaire inflatie voort, door de kwantitatieve verruiming in de VS, maar ook in Europa. 'De hoeveelheid euro's nam de voorbije drie jaar toe, variërend van 5 tot 15 procent per jaar, en dat wordt ondermeer geïnvesteerd in infrastructuur, en daarmee dus indirect in grondstoffen.'

Van Ek is ervan overtuigd dat de hogere voedsel- en energieprijzen een potentiële bron van onvrede zijn. 'Zeker in ontwikkelingslanden waar voedsel soms het leeuwendeel van het inkomen beslaat. Dat speelt nu ook mee bij de onrust in een aantal Noord-Afrikaanse landen.' Die potentiële onrust, die ook in het Westen kan ontstaan, weegt volgens hem mee bij de ECB-beslissing om de rente al of niet te verhogen. 'Maar heel veel hoger kan niet meer.' Consumenten, bedrijven en overheden hebben nu niet alleen veel meer schulden dan in de jaren tachtig, ze zijn veelal kort gefinancierd. 'Zij zijn niet in staat om een veel hogere lange rente

'Een hoge lange rente kunnen schuldnemers zich niet lang veroorloven'

te betalen.' De CPI-cijfers geven ook geen juist beeld van de inflatie, vindt Van Ek, ondermeer omdat energie en voedsel worden onderwogen in de berekeningen. 'Zo doen de Amerikanen bij een derde van de onderliggende producten een afslag op de prijsinflatie omdat het product meer toegevoegde waarde zou hebben gekregen.'

Bovenstaande uitspraken doet Dennis van Ek op persoonlijke titel en deze vertegenwoordigen niet noodzakelijkerwijs de visie van Mercer

VERVOLG VAN PAGINA 23

derwolk overheen. Volgens Willem Buitter, hoofdeconoom bij Citigroup is dit van onderschikt belang. 'Op dit moment verwachten we dat de ECB meer aandacht zal hebben dan voor de negatieve gevolgen voor de economische groei', schrijft hij in de laatste Global Economic Outlook van de Amerikaanse bank.

Buitter verwacht dat de inflatie in de Eurozone dit jaar kan oplopen tot 2,7 procent. In dit cijfer is tevens de prijsstijging van voedsel en brandstoffen meegenomen. Voor de Verenigde Staten verwacht hij een prijsstijging van 2,6 procent. Het Internationale Monetaire Fonds (IMF) zit daar iets onder. In haar World Economic Outlook van april 2011 verwacht het fonds voor de gehele Eurozone een inflatie van 2,3 procent en 2,2 procent voor de Verenigde Staten.

Toch speelt inflatievrees bij Ben Bernanke, de voorzitter van de Federal Reserve, nauwelijks een rol. Zijn prioriteit ligt bij het bestrijden van de hoge werkloosheid. Bovendien, zo redeneert hij, heeft een renteverhoging nauwelijks effect op prijs van olie, graan of koper,

dus waarom zou hij ertegen vechten?

'Ondanks de maatregelen voor kwantitatieve verruiming is de Amerikaanse werkloosheid nog steeds ongekend hoog', aldus econoom Philip Marey van de Rabobank. De Amerikaanse arbeidsmarkt is nog lang niet hersteld en de vooruitzichten zijn niet positief. 'In de Verenigde Staten zijn in 2008 en 2009 8,4 miljoen banen verdwenen. Dat verlies is nog lang niet goedge maakt. Marey verwacht dan ook dat de inflatie binnen de perken zal blijven en dat de Fed niet voor halverwege 2012 de rente zal verhogen.

Wisselkoers

Volgens Sylvester Eijffinger, hoogleraar Financiële Economie aan de Universiteit van Tilburg, kan de inflatie in de Verenigde Staten flink oplopen. De Fed heeft twee keer grootschalige crisismaatregelen genomen door honderden miljarden dollars in de economie te pompen. Deze overtollige liquiditeiten leiden volgens de hoogleraar vroeg of laat tot een oplopende inflatie, ondanks de hoge werkloosheid. 'De grote obsessie van Bernanke is het bestrijden van

INFLATIEPANIEK (2)

'ER IS NOG VEEL MOGELIJK OM DE

Het is goed mogelijk dat de inflatie fors oploopt in de VS', zegt Van Wijnbergen, 'maar ik verwacht dat niet voor Europa.' De geldhoeveelheid in de VS is bijna verdrievoudigd, veel meer dan in Europa. 'De budgettaire situatie loopt uit de hand en de Amerikanen nemen niet voldoende maatregelen.' De Zuid-Europese landen worden gedwongen orde op zaken te stellen. Bovendien is de ECB begonnen het monetaire beleid te verkrappen terwijl de Amerikaanse Federal Reserve nog geen aanstalten maakt. Van Wijnbergen: 'Dus we moeten ons wel zorgen maken over de dollar.' Volgens de econoom krijgt Europa daar niet veel last van wanneer de euro stijgt. 'Houd je de koers stabiel, dan importeer je die inflatie.' Vandaar dat hij fricties voorziet tussen de Amerikanen en China en Brazilië. 'Maar dat moeten zij oplossen. Trichet heeft een verstandig, en voorspelbaar, beleid gevoerd door tijdig de rente te verhogen.



FOTO: PETER BOER

Sweder van Wijnbergen, hoogleraar macro-economie, Universiteit van Amsterdam

Als zijn opvolger dat beleid continueert, is er niets aan de hand.' De overheidsschulden zijn hier hanteerbaar, meent Van Wijnbergen. 'Al moeten we ons niet te lang laten gijzelen door

een recessie zoals in de jaren dertig', zegt Eijffinger.

Opkomende markten hebben op dit moment de grootste problemen met inflatie. Volgens het IMF zal de inflatie daar oplopen tot bijna 7 procent. De bevolking besteedt een groter deel van zijn inkomen aan voedsel, waardoor het effect van hogere voedsel- en energieprijzen veel sterker doorwerkt dan in het Westen.

Eijffinger ziet nog een andere oorzaak. 'Opkomende landen werken de inflatie grotendeels zelf in de hand omdat ze de wisselkoers kunstmatig laag houden. Een land als China groeit voornamelijk vanwege de sterke export. Het groeimodel van China is erop gebaseerd dat mensen aan het werk gehouden moeten worden, anders ontstaat er onrust.'

Door de grote inhaalslag die dit land in de afgelopen decennia heeft gemaakt, moeten de Chinese autoriteiten de reële wisselkoers veranderen. 'Dat kan door een nominale waardestijging van de munt of door een hogere inflatie ten opzichte van de Europese Unie en de Verenigde Staten', zegt Eijffinger. 'Omdat de Chinezen de nominale waarde van de

yuan ondergewaardeerd houden, loopt de inflatie sterker op.'

Onlangs bleek maar weer dat de Chinese toezichhouder de inflatie maar moeilijk in de hand weet te houden. Ondanks het krappe monetaire beleid, liep de inflatie in maart op naar 5,4 procent bij een groei van bijna 10 procent, met stevige salariseisen tot gevolg. Ook het westen voelt hiervan de gevolgen. De ooit zo goedkope import uit China wordt zo steeds duurder. En dat heeft weer gevolgen voor het prijspeil in het Westen.

Veel economen, waaronder Bouter van Citigroup en Valentijn van Nieuwenhuizen van ING Investment Management, verwachten dat Trichet het komende jaar nog twee keer de rente zal verhogen. Toch heeft hij bij het laatste rentebesluit begin april, hier geen enkel signaal over. 'Waar het Trichet nu om gaat is te beoordelen of de prijsschok permanent of tijdelijk is', zegt Eijffinger. 'De kans op tweede ronde effecten is wel degelijk aanwezig. Kijk maar naar Duitsland.'

CORINA RUHE IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

ANGEL UIT DE MARKT TE HALEN'

Ierland, Griekenland en Portugal. Zij moeten door de zure appel heen bijten.'

De hoogleraar is het oneens met het argument dat forse renteverhogingen om de inflatie te beteugelen, zoals begin jaren tachtig, nu beperkt mogelijk zijn. De vrees bestaat dat er dan banken omvallen. 'Daar is een steunfonds voor opgetuigd. We kunnen het beleid niet aanpassen aan banken die vol voor hoog rendement gaan, geen aandacht aan risico besteden en niet voldoende kapitaal aanhouden.' Ook valt de import van inflatie uit de rest van de wereld, ondermeer door stijgende grondstoffenprijzen volgens Van Wijnbergen reuze mee. 'Natuurlijk hangt dat af van de ontwikkelingen in het Middenoosten. Maar olie wordt minder belangrijk en gas is ondertussen goedkoop gebleven. De winbare gasreserves zijn de laatste vijf jaar verdubbeld terwijl de stijging in het gebruik erg meevalt.' De markt is slechts uit balans, meent hij. 'We jagen de grondstoffenprijzen op door

zaken als biobrandstofmenging. Bijna de helft van de Amerikaanse maïsproductie wordt gebruikt voor de productie van ethanol terwijl dat geen milieuvoordelen heeft.

'Grondstoffen stijgen door zaken als biobrandstofmenging'

We kunnen nog zoveel doen om de angels uit de markt te halen.' Hoewel de econoom bezorgd is over de dollar voorziet hij geen einde van het fiatsysteem. 'Onzin, alsof het goudsysteem de recessie van de jaren dertig verhinderde. Een geldsysteem moet zonder problemen meegroeien met de economie. Dat kan een goudstandaard niet, dat zorgt altijd voor een deflatoer effect.'

INFLATIEPANIEK (3)

'KREDIETGROEI IS LAAG, DUS IS RISICO BEPERKT'



Valentijn van Nieuwenhuizen, hoofd strategie, ING Investment Management

De strateeg Van Nieuwenhuizen vindt de inflatieangst overdreven. 'Het principiële punt is hoeveel van de gecreëerde liquiditeit daadwerkelijk in de economie terecht komt door middel van kredietverstrekking. De kredietgroei is momenteel zeer laag en de afgelopen jaren ook negatief geweest. Daardoor is de geldgroei de afgelopen jaren niet boven de 4,5 procent gekomen, het evenwichtsgroeiendat volgens de ECB in overeenstemming is met prijsstabiliteit.' Van Nieuwenhuizen schat het inflatierisico lager in dan de ECB. 'Allereerst omdat de gecreëerde liquiditeit nog niet in de economie terechtgekomen is.' Hij verwacht dat de monetaire transmissie nog wel even op zich laat wachten. 'Er heerst nog zoveel onrust in het financiële systeem. Ten tweede, de import van inflatie, door stijgende prijzen in opkomende markten en grondstoffen leidt niet automatisch tot structureel hogere inflatie. Ik zie absoluut geen teken van stijgende lonen, ook wel tweederonde effecten genoemd. De ECB is daar meer bezorgd over.' Overigens verwacht de ING-econoom wel dat de ECB verder zal gaan met renteverhogingen; dit jaar nog twee stappen, en een of twee volgend jaar. 'Zelf zou ik iets terughoudender zijn. Maar onze taak is om in te schatten wat er gaat gebeuren.'

Hij zou niet verbaasd zijn wanneer grondstoffenprijzen trendmatig blijven stijgen. Maar zolang zich dat niet vertaalt in hogere lonen en besteedbare inkomen leidt dat volgens hem niet tot een structureel hoger prijspeil. 'De oplopende grondstoffenprijzen zullen leiden tot een ander consumptiepatroon. De gemiddelde werknemer kan geen hoger loon eisen maar wel een zuiniger auto kopen, met de trein reizen, of bezuinigen op andere producten.'

Door de verminderde vraag ontstaat negatieve prijsdruk, gaat Van Nieuwenhuizen verder. 'Bijvoorbeeld bij televisies of telefoons, producten waar überhaupt sprake is van een dalende prijstrend.' Bovendien besteden wij een relatief klein deel van ons budget aan grondstof-

'Hogere prijzen voor grondstoffen zorgen ook voor een negatieve prijsdruk'

gerelateerde zaken. 'In opkomende landen worden de oplopende grondstoffenprijzen veel sterker gevoeld.'

Van Nieuwenhuizen maakt zich voorlopig ook geen zorgen over de dollar. 'Ook in de VS heeft de geldcreatie zich zeer beperkt vertaald in kredietgroei en meer geld in de economie. Ook wijzen enquêtes uit dat Amerikaanse werknemers niet of nauwelijks op loonsverhogingen rekenen.' Wel is de Federal Reserve bereid om de inflatie wat langer op een hoger niveau te laten. Dat kan in de toekomst implicaties hebben voor de dollar, meent hij. 'Ook omdat het begrotingsprobleem in de VS op de lange termijn groter is dan in Europa.'

INTERVIEWS: MIRANDA SCHOUTSEN, ZIJ IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.



STELLING: LOON-PRO

Er dreigt een loon-prijsspiraal nu duurdere grondstoffen in de prijs van eindproducten worden doorberekend. De consument ziet zijn koopkracht uitgehold en eist compensatie, stelt Evert Waterlander.

TEKST: EVERT WATERLANDER

ONVERWACHT SNEL NA de kredietcrisis is de zorg over inflatie terug. Wereldwijd trekt de inflatie aan en lijkt zij moeilijk beheersbaar. In opkomende markten stijgt de inflatie sneller dan in ontwikkelde markten. Pogingen van de beleidsmakers in China om de inflatie te beteugelen hebben maar kortstondig effect gehad. De inflatie is alweer opgelopen naar ruim 5 procent. In het Verenigd Koninkrijk ligt de inflatie al tegen de 4 procent aan en ook in de eurozone loopt het inflatietempo op, naar thans 2,7 procent. Hiermee ligt de Europese inflatie ruim boven de langetermijndoelstelling van 2 procent. Dat was reden voor de ECB om de eerste rentestap te zetten. Daarmee ligt de ECB op oers, maar is nog ver verwijderd van een beleid dat als inflatiebestrijding bestempeld kan worden.

Monetaire inflatie

Direct nadat centrale banken de kredietcrisis te lijf gingen met het aanzetten van de geldpers en overheden hun schulden lieten oplopen, hebben verschillende economen gewezen op de risico's van onbeheersbare inflatie die dit beleid zou veroorzaken. Monetaire inflatie wel te verstaan. Prijsstijgingen die ontstaan door overmatige besteding of te grote investeringen gebaseerd op de

beschikbaarheid van veel en goedkoop geld. Deze inflatie is uitgebleven.

De inflatie die nu de kop opsteekt is van geheel andere aard en moeilijker te bestrijden met rentemaatregelen door een centrale bank. Stijgende voedsel- en olieprijsen ('kerninflatie') zijn bij gelijkblijvende lonen een vorm van inflatie die de portemonnee direct raakt. Dat doet pijn, vooral in landen waar de lonen laag liggen. De recente onrust in het Midden-Oosten en Noord-Afrika heeft dan ook niet alleen te maken met een democratiseringswens maar ook met het feit dat de prijsstijgingen van grondstoffen het besteedbare inkomen hebben uitgehold. In meer service gerichte economieënervaart de consument deze uitholling van koopkracht met grotere vertraging. Het aandeel van voeding en energie in het besteedbare inkomen ligt lager. Verder brengt deze vorm van inflatie in eerste instantie nog dynamiek. Niet voor niets

'Compensatie van koopkracht door hogere lonen is onvermijdelijk'

hanteert de ECB een lange termijn-target van 2 procent. Het stimuleert de industrie om te zoeken naar productiviteitsverbetering of innovatie. Compensatie van inflatie in de loonontwikkeling wordt dan door productiviteitsverbetering inderdiend of voldaan uit nieuwe winstbronnen door innovatie.

Die mogelijkheden lijken in het be-

drijfsleven nu al uitgeput. Bij de meest recente kwartaalcijfers wordt overduidelijk gecommuniceerd dat gestegen grondstofkosten doorberekend gaan worden. De westerse consument zal de uitholling van koopkracht op de korte termijn niet alleen aan de benzinepomp ervaren maar ook in winkels. Dat is vervelend, want deze prijsstijgingen vallen samen met fiscale maatregelen. Overheden moeten de overheidsfinanciën weer in evenwicht brengen. Dat leidt tot oplopende fiscale druk of lagere uitkeringen en subsidies. Zo wordt de koopkracht van twee kanten tegelijk aangetast.

Loon-prijsspiraal

De roep van werknemers om het verlies aan koopkracht gecompenseerd te krijgen via hogere lonen is onafwendbaar. Het is de vraag of het bedrijfsleven hier weerstand tegen kan bieden. De kaarten liggen er slecht bij. Het winstherstel na de kredietcrisis is sterk geweest terwijl werknemers al jaren genoeg nemen met een matige loonontwikkeling en aantoonbaar een verlies aan koopkracht lijden. Als de hogere looneis succes heeft gaat inflatie een tweede ronde in. De klassieke loon-prijsspiraal start, waarin stijgende lonen consumentenprijzen verder gaan opstuwten. De ECB is hier bang voor. Daarom is het waarschijnlijk dat na de eerste renteverhoging er spoedig meer volgen. Als de inflatiegeest eenmaal uit de fles is, is het een lastige worsteling om hem met monetaire maatregelen weer terug te stoppen. ■

EVERT WATERLANDER IS DIRECTEUR BIJ OPTIMIX VERMOGENSBEHEER.

LOONPRIJSSPIRAAL DREIGT CONTRA

Het risico van een loon-prijsspiraal is er niet, werpt Kees de Kort tegen, want onvermijdelijke bezuinigingen zullen juist een proces van deflatie in gang zetten - zoals in Japan in de tachtiger jaren.

TEKST: KEES DE KORT

NA ALLE STEUN- en reddingsoperaties van de centrale banken en de recente prijsstijgingen van grondstoffen wordt er in beleggingsland heftig gediscussieerd over de vraag hoe het verder gaat met de inflatie. Zelf ben ik geneigd te denken dat het niet zo'n vaart gaat lopen. Zeker, er is de afgelopen jaren een krankzinnige hoeveelheid geld op alle mogelijke manieren de economieën ingeperst, maar dat geld wil maar niet rollen. Denk aan de metafoor van het paard en de bron. Je kunt het paard er wel naar toe brengen, maar het niet dwingen om te drinken. Vertaald naar de economie; wat doen de overheden, consumenten en bedrijven? Gaan die er lekker tegen aan of doen ze dat niet? Het antwoord is simpel; nee. En niet gewoon nee, maar keihard nee.

Risicobesef

De reden daarvoor is niet zo moeilijk te begrijpen. De opgetelde schuldenposities in veel landen zijn de afgelopen 30 jaar zo hoog opgelopen dat de herfinanciering ervan na het uitbreken van de kredietcrisis een (extreem) groot probleem is geworden. Met name die nu optredende grote veranderingen in de wereldwijde kredietverlening trekken zware sporen door alle economieën. Zeker in de particuliere sector is het risicobesef sterk toegenomen hetgeen zich vertaalt in een andere houding ten aanzien van (uit) lenen, besteden en sparen. De dalende huizenprijzen, de zorgen over de pensioenen en de bezuinigingen zijn geen straffen van God, maar onvermijdelijke

en rechtstreekse gevolgen van de bovengenoemde herprijzing van risico's.

In essentie zijn er in grote delen van de wereld 'vicious circles' ontstaan, elkaar negatief beïnvloedende processen. Hierdoor nemen de economische problemen verder toe, net zoals de onzekerheid en twijfel over de toekomst bij het grote publiek. Theoretisch is het mogelijk dat die neergaande spiraal binnen afzienbare tijd kan keren en alles weer beter kan gaan. Maar in de praktijk gaat dat niet gebeuren omdat vrijwel nergens de ontstane realiteit onder ogen wordt gezien, laat staan dat er een antwoord op geformuleerd wordt. Voorlopig is de grondhouding van iedereen die verantwoordelijk is, om voor tijd te gaan en te hopen dat het binnenkort beter gaat.

Er kan pas een economisch herstelproces op gang komen tegen de tijd dat de verdien capaciteit van een samenleving voldoende is om bij het dan

'Niet inflatie, maar deflatie bedreigt de Westerse wereld op termijn'

geldende risicobesef aan alle uitstaande verplichtingen te voldoen. Zolang niet aan deze voorwaarden is voldaan, blijft op al die plaatsen de groei onder druk staan. En dat gaat nog jaren en jaren duren. Niet echt een voor de hand liggend scenario voor aantrekkende inflatie.

De nu toch oplopende inflatie wordt primair veroorzaakt door de stijgende

voedsel- en grondstoffenprijzen. Belangrijke vraag is nu of die stijgingen gaan leiden tot loonsverhogingen. Dan kan er namelijk een loon-prijsspiraal op gang komen die in combinatie met een minimale groei/krimp stagflatie (denk aan de 70-er jaren) kan veroorzaken. De kans daarop is echter niet zo groot vanwege vooral de invloed die de vrijwillige en noodzakelijke bezuinigingen op allerlei plaatsen gaan uitoefenen.

Japan-scenario

Om een scherper beeld van 'onze' toekomst te krijgen, kunnen we beter kijken naar wat er sinds het einde van de jaren 80 in Japan gebeurd is. De recente ontwikkelingen in de Westerse wereld beginnen namelijk meer en meer te lijken op datgene wat daar 20 jaar geleden speelde. In het hele Japan-verhaal is het woord inflatie nergens te vinden. Het kernwoord waar het daar omgaat, is deflatie. Het is nu nog misschien te vroeg om ook voor de Westerse landen al daadwerkelijk langjarige deflatie te voorspellen, maar de combinatie van toenemend risicobesef, het aflossen van schulden en bezuinigingen begint daar wel naar te wijzen. ■

KEES DE KORT IS ANALIST BIJ AFS CAPITAL MANAGEMENT EN BNR-BEURSCOMMENTATOR.



**out-think.
out-perform.**

**More
intelligent
than an
index.**

**More
potential
than a passive
investment.**

Het Threadneedle (Lux) Enhanced Commodities Fund

- Een actief beheerd long-only fonds (UCITS III) met als doel de DJ UBS Commodity Index jaarlijks met 3-6% te verslaan*.
- Heeft een gediversifieerde exposure naar het hele spectrum van grondstoffen.
- Maakt gebruik van de asset allocatie tussen de verschillende grondstoffenmarkten en de optimalisatie van grondstoffen termijn derivaten om daarmee de performance te verbeteren.
- Wordt beheerd door ons zeer ervaren commodity team dat daarnaast gebruik maakt van het Threadneedle beleggingsplatform voor macro economische analyses, informatie en eigen onderzoek.



Kijk voor meer informatie op www.threadneedle.nl/commodities

threadneedle.

Dit bericht is alleen voor professionele beleggers en niet voor publiek gebruik. *Doelstelling is netto, er is geen garantie dat het fonds dit doel weet te behalen. In het verleden behaalde rendementen bieden geen garantie voor de toekomst. De waarde van beleggingen kan fluctueren. Mening en geuit in dit document zijn juist ten tijde van verschijning, maar kunnen zonder kennisgeving veranderen. Een verandering in wisselkoersen kan de waarde van beleggingen zowel doen stijgen als dalen. De research en analyses in dit document werden door Threadneedle verzameld voor haar eigen beleggingsactiviteiten. Op grond hiervan kunnen nog vóór publicatie van dit document beslissingen genomen zijn, in welk geval deze informatie terloops beschikbaar is gesteld. Threadneedle (Lux) ("T-Lux") is een beleggingsfirma met veranderlijk kapitaal (société d'investissement à capital variable, or "SICAV") onder toezicht van de Grand Duchy of Luxembourg. Participatie in een fonds kan uitsluitend plaatsvinden op basis van het huidige prospectus, of het huidige vereenvoudigd prospectus (plus addendum) en het jaarverslag (of halfjaarlijks verslag indien dit recenter is). Deze documenten kunt u bij navraag kosteloos verkrijgen bij: Threadneedle (Lux), 69, route d'Esch, L-1470 Luxembourg, Grand Duchy of Luxembourg. Het Threadneedle (Lux) Enhanced Commodities Fund belegt in commodity indices middels future contracten op fysieke commodities in bepaalde sectoren. Als deze future contracten hun expiratedatum naderen, worden ze vervangen door contracten met een latere expiratie. Afhankelijk van de actuele prijzen in de onderliggende markten kan dit een positieve of negatieve impact hebben op de portfolio. Commodity prijzen kunnen zonder aanleiding veranderen, met onvoorziene gevolgen voor de index, het niveau van de index en de waarde van de portfolio. De portfolio belegt in single commodity indices die bij uitsttek vatbaar kunnen zijn voor fluctuaties en zeer snel kunnen bewegen als gevolg van ontelbare factoren. De grondstoffen in de index kunnen worden geproduceerd in een klein aantal landen of onder controle zijn van een klein aantal producenten. Politieke, economische en aanbod gerelateerde gebeurtenissen in zulke landen kunnen een disproportionele impact hebben op de prijzen van deze commodities en de waarde van de index. Uitgegeven door Threadneedle Management Luxembourg S.A., 74, rue Mühlenweg, L-2155 Luxembourg, Grand Duchy of Luxembourg. Geregistreerd bij de Registre de Commerce et des Sociétés (Luxembourg), registratienummer B 110242. Threadneedle Asset Management Limited (TAML) is opgericht in Engeland en Wales onder registratienummer 573204. Gevestigd: 60 St Mary Axe, EC3A 8JQ, Londen. TAML staan onder toezicht van en zijn goedgekeurd door de Financial Services Authority in het Verenigd Koninkrijk. Threadneedle is een handelsnaam, en de Threadneedle-naam en logo zijn handelsmerken of gedeponeerde handelsmerken van de Threadneedle groep.

DE INFLATIE TE LIJF

WAPENS OM JE TEGEN GELDONTWAARDING TE VERDEDIGEN

- *Linkers geven een vergoeding die meegroeit met de inflatie*
- *Infrastructuur en vastgoed zorgen voor een stabiele kasstroom*

TEKST: BARBARA NIEUWENHUIJSEN

WIE DENKT DAT de inflatie de komende maanden en jaren sterk zal oplopen, doet er goed aan zijn beleggingsportefeuille inflatieproof te maken. Oplossingen die daarbij gekozen worden, hangen sterk af van de analyse, waar schuwt Dexia Asset Management. Vooral de renteontwikkeling is bepalend voor de impact op de markten. Dexia AM denkt dat de Europese landen lage rentes nodig hebben om bezuinigingen en vooral ook de hoge tekorten te financieren. In de Verenigde Staten is de situatie al niet veel beter: de werkloosheid bedraagt meer dan 9 procent, terwijl de tweede ronde van de kwantitatieve verruiming ook in de eerste helft van dit jaar hard nodig is om de langetermijnrente op obligaties op hetzelfde peil te houden. Maar als de groei in de Verenigde Staten dankzij deze stimulering aantrekt, dan kan de inflatie stijgen en zal de Federal Reserve zich genoodzaakt kunnen zien om geen nieuwe ronde van kwantitatieve verruiming te doen en zelfs de rente te verhogen. Dat laatste wordt door analisten niet eerder dan eind van dit jaar, of begin volgend jaar verwacht.

Het risico op stijgende rente is dit jaar aanzienlijk, stelt Dexia Asset Management in zijn recente special report over inflatieverwachtingen. Om die reden hebben veel beleggers een voorkeur voor inflatiegelinkte obligaties. Ze kunnen namelijk een bescherming bieden tegen stijgende rentevoeten en tegen een vervlakking van de rentecurve, wat

betekent dat de korte termijnrente meer stijgt dan de lange termijnrente.

Inflatie linked bonds

De zogenoemde inflation linked bonds, ook wel linkers genoemd, zijn obligaties met over het algemeen een vaste nominale rente en daarnaast een vergoeding die meegroeit met de inflatie. Pionier op dit vlak zijn de Britse inflatiegelinkte Gilt. Dat komt omdat de Britse Staat al sinds 1981 deze producten uitgeeft. Frankrijk voert deze producten sinds 1998 en Duitsland heeft zijn eerste linker gelanceerd in 2006. Nederland kent een dergelijk product daarentegen nog niet. Inmiddels is deze markt van inflatiegelinkte staatsobligaties wereldwijd meer dan 1400 miljard dollar groot.

Behalve overheden, geven ook enkele bedrijven ze uit. De Franse vermogensbeheerder Amundi heeft bijvoorbeeld zeven beleggingsfondsen die tegen een inflation linked bond index gemanaged worden, het gaat om varianten van een eurozone en een wereldwijd fonds. In mei komt de asset manager daarnaast met een apart opkomende markten

Wie een oplossing voor inflatie zoekt, moet eerst zijn analyse van het risico maken



inflation linked bonds fonds. Volgens Amundi kunnen inflation linked bonds een goede investering zijn voor eenieder die denkt dat er verschil zal zijn tussen de verwachte inflatie en de werkelijke inflatie. Het gaat om dat verschil omdat de inflatieverwachting al in obligaties zit ingeprijsd. Andere aanbieders van inflation linked bond-fondsen zijn ING, Fidelity, maar ook Dexia AM dat voornamelijk in inflatiegelinkte obligaties van eurolanden belegt. Dat gebeurt met het Dexia Bonds Euro Inflation Linked Fonds, dat ook gebruik kan maken van swapperelateerde obligaties of investment grade bedrijfsobligaties. Critici waarschuwen er echter wel voor dat voor wie nu nog in dergelijke linkers stapt de kosten relatief hoog kunnen zijn.

Infrastructuur

Volgens Mathias Burghardt en Rodolphe Brumm van de Infrastructuur Groep bij Axa Private Equity uit Parijs biedt infrastructuur in het algemeen een mooie bescherming tegen marktontwikkelingen en economische neergang. Tolwegen lijken volgens hen op inflation linked bonds. Als de inflatie met 1 procent toeneemt, dan worden namelijk ook de toltarieven met ruim 1 procent verhoogd. Het kenmerk van inflation linked bonds is dat de te ontvangen rente meebeweegt met de inflatie. Investerings in bijvoorbeeld gaspijpleidingen, elektriciteitsnetwerken en treinsporen zijn volgens hen om dezelfde redenen een goede hedge tegen inflatie. Andere aanbieders van infrastructuurfondsen zijn DWS en



Robeco. Invesco heeft specifieke Aziatische infrastructuurfondsen. Dergelijke producten zijn overigens niet altijd even toegankelijk voor particuliere beleggers, omdat ze zeer gevraagd zijn bij institutionele beleggers, zoals pensioenfondsen. Zij zijn sterk geïnteresseerd in dergelijke infrastructuurfondsen, maar ook in projecten waarin onderhands geparticipeerd kan worden, omdat ze een vaste stabiele kasstroom kennen waaruit de verplichtingen aan bijvoorbeeld pensioengerechtigden kunnen worden voldaan.

Vastgoed

Vastgoed werd traditioneel ook gezien als goede inflatiehedge. Dit was vooral omdat de mees-te huren gekoppeld zijn aan de inflatie. Momenteel heeft de vastgoedmarkt het echter nogal moeilijk. Beleggen in commercieel vastgoed kan bijvoorbeeld via ETF's van iShares of Lyxor, maar er zijn ook tal van open vastgoedfondsen genoteerd aan NYSE Euronext Amsterdam.



Food & Agri

Als voedselprijzen stijgen, stijgen beleggingen in food & agri over het algemeen ook. Je zou ze dus kunnen gebruiken als inflatiehedge. 'Een probleem bij beleggen in deze sector is echter dat nog geen 10 procent van de landbouwbedrijven beursgenoteerd is', aldus Head of global product management Rob van Bommel van Robeco. 'Met een aandelen-



VERVOLG VAN PAGINA 29

fonds dek je niet de hele waardeketen.' Voor institutionele beleggers is Robeco daarom op het moment bezig met het oprichten van een private equity fonds dat zich gaat richten op landbouwbedrijven. Retailbeleggers moeten nog even wachten. 'Voordat die mogen toetreden, moet een fonds zich eerst echt bewezen hebben', aldus Van Bommel. 'Voor hen is er wel het SAM Sustainable Agribusiness equities fonds.' DWS heeft op agrarisch gebied het DWS Invest Global Agri Business Fund. Een brede agrarische indextracker is de ETFS Agriculture Sterling ETF, ofwel AGAP.

Commodities

Goud wordt traditioneel gezien als zeer waardevast en daarom als veilige haven voor onzekere tijden. RSB Markets heeft bijvoorbeeld de Fysiek Goud Tracker, die de goudprijs in euro's volgt. 'Tegenover elke euro die uitstaat hebben wij ook echt goud in de kluis liggen', legt Erik Mauritz, bij RBS verantwoordelijk voor turbo's en certificaten, uit. Dit in tegenstelling tot sommige andere goud-fondsen die met derivaten werken in plaats van met echt goud. In plaats van in goud zelf, kun je natuurlijk ook in mijnen beleggen. De Amerikaanse aanbieder BlackRock heeft bijvoorbeeld World Goldfondsen. Zij beleggen hoofdzakelijk in aandelen van ondernemingen die actief zijn in de goudmijnbouw. Hoewel goud al jaren stijgt en zelfs een prijs van 1600 dollar per troy ounce wordt voorspeld, moeten beleggers beseffen dat het vooral een handelsproduct is en het getroffen kan worden door massieve winstnemingen. Op dit moment zijn er echter ook veel mixfondsen die goud in portefeuille hebben als hedge tegen inflatierisico's.



Structured Inflation Products

Op het gebied van Structured Products heb je ook van alles dat tegen inflatie zou kunnen beschermen. Zo zijn er inflation notes. Zij lijken op inflation linked bonds, en kunnen dezelfde structuur hebben, maar ook uit derivatenconstructie bestaan. Ze beloven een vergoeding die meegroeit met de inflatie. Iets riskanter dan notes zijn certificaten.



'Anders dan notes hebben zij geen vaste afloopdatum en garanderen zij ook niet een bepaald percentage van de hoofdsom terug te betalen', legt Erik Mauritz uit. Hij is bij RBS Markets verantwoordelijk voor turbo's en certificaten. 'Ze zijn vaak gekoppeld aan een bepaald mandje met aandelen of een bepaalde index.' RBS heeft bijvoorbeeld certificaten op goud of op de RICI Agricultural Index. Voor de echt ervaren beleggers zijn er daarnaast turbo's op bijvoorbeeld goud, zilver of andere grondstoffen. Turbo's kennen een hefboom. Je belegt in feite gedeeltelijk met geleend geld. Je betaalt bijvoorbeeld 5 procent van de onderliggende waarde zelf en de rest leen je. Vervolgens is de hele koersstijging of daling voor jou. Meer verliezen dan je inleg, kan echter niet.

Hoogdividend

Hoewel niet iedereen het er mee eens zal zijn, zouden aandelen met een hoog dividendrendement ook een goede manier kunnen zijn om kapitaal te beschermen tegen de gevolgen van inflatie. In Europa is het dividendrendement sinds de jaren zeventig goed voor 70 procent van het totale aandelenrendement. De bedrijven met een stabiele winst en kasstroom zijn veelal grote bedrijven die tot de waarde aandelen worden gerekend. Ze zijn niet spannend, eerder wat saai, maar ze leveren de beleggers veelal goed geld op. Denk aan energie-, telecom-, nuts- en farmaciebedrijven. Beleggen in dergelijke ondernemingen kan met beleggingsfondsen als Kempen Global High Dividend Fund, DWS Top Dividende en BNP Paribas Global High Income Equity Funds, maar ook met trackers als de Lyxor Eurostoxx 50 Dividend Points ETF is uitstekend om van hoogdividendaandelen te profiteren.



En natuurlijk kan de man of vrouw die zijn vermogen wil beschermen tegen de dreigende versnelling van de geldontwaarding ook kiezen voor antiek, klassewijn of sieraden van goud of zilver. Of misschien moet je gewoon een mooi kunstwerk kopen en aan de muur hangen, dan heb je bovendien nog plezier van je investering ook!

BARBARA NIEUWENHUIJSEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

COLUMN

INFLATIERISICO IN DE CONTEXT VAN EEN PENSIOENFONDS



TEKST: THEO KOCKEN

Het streven naar een reëel pensioen, met beleggingen die op lange termijn een sterke koppeling hebben met de ontwikkeling van de inflatie, is verre van een sinecure. Zeker in Nederland, want de hindernissen zijn legio. Het eerste probleem is de afwezigheid van reële matchende beleggingsproducten. Het volume aan producten dat een expliciete link heeft met de Nederlandse prijsinflatie is zo goed als nihil, vele pogingen om deze producten te creëren ten spijt. Maar ook producten die een koppeling hebben met de Europese inflatie bieden slechts beperkt een oplossing. De correlatie met de Nederlandse inflatie is wel hoog, maar niet 100 procent en daarmee resteert een redelijk basisrisico. Bovendien is de liquiditeit hier ook nog beperkt. De markt omvat enkele honderden miljarden aan inflation linked bonds en swaps met langere looptijden, maar het deel dat beschikbaar is voor hedging is te klein om substantieel iets toe te voegen voor de grotere Nederlandse pensioenfondsen.

Resteert het gebruik van andere investeringsproducten in een poging met beleggingen een reëel pensioen te realiseren. Wat daarbij vooral van belang is, is te kijken wat de effectiviteit is van de investering op het realiseren van een reëel pensioen. Meer specifiek, wat is de correlatie met de inflatie en wat zijn additionele risico-eigenschappen?

Met name een begrip als correlatie is erg verwarrend, simpelweg omdat de tekens 'plus' en 'min' niet synoniem zijn voor 'goed' en 'slecht'. Sommige producten hebben een negatieve correlatie met inflatie en dat klinkt terecht erg gevaarlijk. Net als het fonds meer geld nodig heeft zou zo'n product wel eens met redelijke kans

onderuit kunnen gaan. Maar nu andersom. Stel, een product heeft een 'positieve correlatie met inflatie'. Dit is uit risicooogpunt beter dan een negatieve correlatie. Maar indien tegenover verplichtingen een beleggingscategorie wordt gezet die een lage positieve correlatie heeft (in ieder geval kleiner dan 0,5), is dit juist risicovergroterend, niet risicoreducerend. Pas bij een correlatie boven 0,5 gaat een product als een hedge werken, en pas boven 0,875 is meer dan de helft van het risico gereduceerd.

Als voorbeeld even de relevante beleggingscategorie aandelen. Deze categorie heeft een correlatie met inflatie die op een termijn van één of twee decennia grofweg in de range van -0,3 tot 0 zit. Maar over een horizon van tientallen jaren meer in de +0,2 tot +0,4 range. Dus op langere termijn is de correlatie wel hoger maar niet in het 'risicoreducerende gebied'. En dus werken aandelen niet als een hedge maar zelfs iets risicovergroterend.

Dit is geen pleidooi voor minder aandelen of andere risicovolle vermogenscategorieën, alleen dienen partijen bij het zien van een plus niet verblind te raken

'Er zijn producten die een negatieve correlatie hebben met inflatie'

door de merites van die plus. Beleggen in risicovolle assets is een nuttige activiteit binnen de context van langetermijnpensioensparen. Maar de risico's moeten duidelijk blijven en daarmee moet een heldere afweging gemaakt worden tussen de consequenties van grote divergentie tussen een risicovolle belegging en inflatie enerzijds, en de voordelen van verwacht rendement op die belegging anderzijds. ■

THEO KOCKEN IS CEO VAN PENSIOENCONSULTANT CARDANO EN HOGLERAAR RISK MANAGEMENT AAN DE VRIJE UNIVERSITEIT AMSTERDAM.

Wie zei dat Fixed
Income ETF's een
uiterst beperkte
markt vormen?

Wij bieden u een
zeer ruime keuze.



Met 41 Fixed Income ETF's biedt iShares u een ongeëvenaard brede toegang tot deze markt. Plus de liquiditeit die nodig is om wanneer u maar wilt in en uit te stappen. 65% van de nieuwe instroom van beleggingen in Fixed Income ETF's sinds begin 2010 was in iShares fondsen, die nu een totaal belegd vermogen hebben van ruim USD 26 mld. Voor wie op zoek is naar variatie in fixed-income, van opkomende markten tot staats- of bedrijfsobligaties, opent dat interessante perspectieven.

Rendementen uit het verleden vormen geen garantie voor de toekomst.

Meer weten over 's werelds grootste aanbieder van ETF's?
Ga naar iShares.nl of bel 0800 – 0233 466

BLACKROCK



Meer zicht op aantrekkelijke beleggingen

In de huidige markt zijn aantrekkelijke beleggingen soms moeilijk te vinden. In dit klimaat levert de internationale aanwezigheid, diepgaande research en lokale expertise van Fidelity duidelijke voordelen op. Fidelity biedt beleggers een uitgebreide keuze uit fondsen die afgestemd zijn op uiteenlopende beleggingsdoelen. Om zo goed mogelijk te blijven voldoen aan de behoeften van onze beleggers, werken we continu aan de ontwikkeling van nieuwe fondsen die de mogelijkheden van de markt optimaal benutten.

Wilt u meer te weten komen over Fidelity en onze fondsen, kijk dan op www.fidelity.nl



THE WORLD'S INVESTMENT SPECIALIST

Deze mededeling richt zich niet tot personen gedomicileerd in het Verenigd Koninkrijk of de Verenigde Staten. Fidelity/Fidelity International betekent FIL Limited, gevestigd in Bermuda, en haar dochterondernemingen. Tenzij anders vermeld, zijn alle hierin opgenomen opvattingen en meningen afkomstig van de Fidelityorganisatie. Fidelity verstrekt uitsluitend informatie over haar eigen producten en diensten en geeft geen beleggingsadviezen die gebaseerd zijn op persoonlijke omstandigheden. Fidelity, Fidelity International en het Pyramide Logo zijn handelsmerken van FIL Limited. Uitgegeven door FIL Investments International, goedgekeurd en gereguleerd in het Verenigd Koninkrijk door de Financial Services Authority. Deze mededeling richt zich niet tot personen gedomicileerd in het Verenigd Koninkrijk.

SSL1104A04/092011