

EUROPA EN VS IN SPAGAAT

ECONOMISCHE DIVERGENTIE VERONTRUST MARKTEN

PAGINA 4-7



FONDSEVENT: DE TREND EN DE BELEGGINGSOPLOSSING PAGINA 19-23

VAN LANSCHOT: 'ADVISEURS ZIJN HIER ECHT NOG WEL' PAGINA 12-13

PASSIEF KRAAIT VICTORIE IN DE STRIJD MET ACTIEF PAGINA 10-11



Kansen benutten

in elke fase van de cyclus



Kansen benutten door voor elke fase van de economische cyclus de meest veelbelovende aandelen te selecteren.

Dat is de kern van de Business Cycle-benadering van Schroders. Een bewezen aanpak, om succesvol door elke fase van de conjunctuur te navigeren.

U vindt deze unieke aanpak terug in de volgende drie Europese aandelenfondsen:

- Schroder ISF* European Opportunities
- Schroder ISF European Equity (ex UK)
- Schroder ISF European Equity Absolute Return

Schakel over op onze dynamische aanpak, kijk op schroders.nl/businesscycle

www.schroders.nl/businesscycle



Schroders

*Schroder International Selection Fund wordt aangeduid als Schroder ISF. **Beleggingsrisico's:** Het kapitaal is niet gegarandeerd. Het is mogelijk dat beleggingen in een andere valuta dan die van de aandelenklasse niet worden gedekt. De marktschommelingen tussen die valuta hebben een impact op de aandelenklasse. Het fonds dekt zijn marktrisico niet in een neerwaartse cyclus. De waarde van het fonds beweegt zich op gelijkaardige wijze ten opzichte van de markten. Uitsluitend van toepassing voor Schroder ISF European Equity Absolute Return: Elke verkoop op termijn van aandelen gebeurt met slechts één tegenpartij. In het geval van een wanbetaling worden de relevante aandelen verkocht op de markt en dit kan een effect hebben op de prestaties. Het is mogelijk dat beleggingen in een andere valuta dan die van de aandelenklasse niet worden gedekt. De marktschommelingen tussen die valuta hebben een impact op de aandelenklasse. Het is mogelijk dat het fonds op een indirecte manier een korte blootstelling heeft in afwachting van een daling van de prijzen van deze blootstellingen of een stijging van de interestvoet. Er is geen garantie dat een derivatencontract zijn beoogde resultaat zal bereiken, zelfs als volledig aan de voorwaarden van het contract is voldaan. **Belangrijke informatie:** Schroder International Selection Fund is een beleggingsinstelling gevestigd te Luxemburg. Schroder ISF zijn op grond van artikel 2:65 van de Wet op het financieel toezicht ("Wvft") geregistreerd in het op grond van artikel 1:107 Wvft door de Autoriteit Financiële Markten aangehouden register en om die reden kunnen rechten van deelneming in Schroder ISF in Nederland worden aangeboden. Raadpleeg het volledige prospectus en de essentiële beleggersinformatie indien u meer informatie wenst alvorens u belegt. De rechten en verplichtingen van de belegger en de juridische relatie met Schroder ISF worden uiteengezet in het volledige prospectus. Het volledige prospectus, de essentiële beleggersinformatie en de jaar- en halfjaarverslagen van Schroder ISF kunnen kosteloos worden verkregen bij Schroder Investment Management (Luxembourg) S.A., 5, rue Höhenhof, L-1736 Senningerberg, Groothertogdom Luxemburg en alle distributeurs of via www.schroders.nl. **In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De koersen van aandelen en de daaruit gegenereerde inkomsten kunnen zowel dalen als stijgen, en het is mogelijk dat beleggers het oorspronkelijk geïnvesteerde bedrag niet terugkrijgen.**

w45838/NL0914

VOORWOORD

De krachtsverschillen tussen de VS en Europa beginnen nu ook de financiële markten te belasten. Terwijl de VS duidelijk economisch herstel kunnen melden en zich zelfs al zorgen beginnen te maken over looninflatie, is de ECB gedwongen om haar bazooka van een opkoopprogramma en een historische lage rente in te zetten om de eurozone te behoeden voor wéér een nieuwe recessie. Deze economische divergentie baart beleggers zorgen. Hoewel de Amerikaanse autoriteiten hebben gezegd dat zij de rente voorlopig nog niet willen verhogen, is de spread tussen de tienjarige Amerikaanse rente en die van ankerland Duitsland al meer dan 1,5%. Voor de ECB is dat een bewuste keuze: zij wil door een expansief rentebeleid ervoor zorgen dat de economie weer aantrekt en de kredietverlening op gang komt. Tegelijkertijd probeert zij het vertrouwen onder beleggers en consumenten te herstellen door banken aan een stresstest te onderwerpen. Als dat afgerond is, zullen banken onder toezicht van de ECB komen. Hier maken beleggers zich niet zo druk over, wel over het beleid van de ECB om de euro tegenover de dollar omlaag te brengen. Deutsche Bank denkt dat de euro in 2017 nog maar 95 dollarcent waard zal zijn. Die waardedaling is goed voor exporteurs, al zullen Duitsland en Nederland er meer van profiteren dan het Frankrijk en Spanje. Verschillende groeicijfers en gewenste renteniveaus zullen er het gevolg van zijn. Beleggers wachten de uitkomsten van dat beleid niet af. Ze stappen in dollars en kijken vanaf de zijlijn toe of de ECB de eurozone door deze woeste baren weet te loodsen.

Cees van Lotringen

HOOFDREDACTEUR
FONDSNIEUWS

EUROPA EN VS IN SPAGAAT

ECONOMISCHE DIVERGENTIE WORDT EEN PROBLEEM

PAGINA 4-7



FOTO: GETTY IMAGES



FOTO: JOLANDA VAN DER LINDEN

FONDSEVENT: DE TREND & DE BELEGGER

De zevende editie van het Fondsevent stond in het teken van megatrends als de deeleconomie en The Internet of Things. Assetmanagers vertellen hoe succesvol op deze trends kan worden ingespeeld.

PAGINA 19-23



VAN LANSCHOT CLAIMT SUCCES

De Bossche bank claimt het succes van zijn online dienstverlening Evi en bestrijdt dat adviseurs van haar nieuwe klant- en verdienmodel het kind van de rekening zijn geworden.

PAGINA 12-13

EN VERDER

EUROPA NADERT MET ECB EN STRESSTEST HET UUR U

In het themagedeelte aandacht voor de zwakke economische ontwikkeling, het stimuleringsbeleid van ECB en stresstest.

PAGINA 28-29

ACTIEF VERSUS PASSIEF. DE LAATSTE CLAIMT DE ZEGE

ETF-aanbieders zeggen dat 'actief' ten dode is opgeschreven.

PAGINA 10-11

RUBRIEKEN

FAVORIETE GRAFIEKEN 9
ASSET-ALLOCATIE DASHBOARD..... 15

COLOFON

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

FONDSNIEUWS

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

inMálaga.es
servicios inmobiliarios
VENDE
952 06 25 35

HOSTAL MADRID
→ 2º PISO

domopolitan **DISPONIBLE AVAILABLE**
SERVICED APARTMENTS
661 300 003
domopolitan.com

inMálaga.es
servicios inmobiliarios
VENDE
952 06 25 35

EUROPA EN VS STAAN NU IN EEN SPAGAAT

TERWIJL EUROZONE SPUTTERT, KOMT DE AMERIKAANSE ECONOMIE OP STOOM

De economische en monetaire divergentie tussen beide economische reuzen begint de fundamenteën van de financiële markten nu echt te raken. Hoe kan de belegger daarop inspelen?

TEKST MIRANDA SCHOUTSEN

Terwijl de eurozone sputtert, komt de Amerikaanse economie steeds meer op stoom. Belangrijke economische indicatoren illustreren een toenemende divergentie tussen de twee regio's (zie grafieken). Waar de werkloosheid in de VS sinds de 2009-piek van 10% afnam tot ruim 6%, steeg het aantal werklozen in de eurozone door tot eind 2013, om daarna slechts marginaal te dalen tot een niveau van bijna 12% van de beroepsbevolking. En terwijl beleidsmakers in de VS nauwlettend in de gaten houden of de inflatie niet te veel toeneemt, speuren hun Europese collega's naarstig naar maatregelen om de gevreesde deflatie af te wenden.

'Another great divergence', kopt vermogensbeheerder MFS Investments in een marktcommentaar. 'De economische groei in de VS breekt door naar een hogere range, van om en nabij de 2%, naar ergens rond de 3%', schetst Robert Spector, portefeuillebe-

heerder en een van de auteurs. 'Ondertussen is de Europese economie vrijwel tot stilstand gekomen, na de korte opleving van vorig en begin dit jaar.'

Het gevolg is monetaire divergentie: het beleid van centrale banken loopt namelijk wereldwijd steeds meer uiteen. Met aan de ene kant de normaliserende centrale banken, zoals de Bank of England en de Amerikaanse Federal Reserve, waarvan de economische expansie bijna groot genoeg lijkt om over te gaan tot een eerste renteverhoging. Aan de andere kant de zogenoemde 'ZIRP centrale banken' ('zero interest rate policy'), waaronder de Bank of Japan en de ECB. Waarbij de laatste nu steeds meer stappen richting monetaire verruiming zet.

'De belangrijkste divergentie is het vertrouwen in beleidsmakers', zegt Holger Fahrinkrug, hoofdeconoom bij vermogensbeheerder Meriten, onderdeel van BNY Mellon. 'In de VS waren beleggers in eerste instantie bezorgd over de monetaire verkrapting. Maar Amerikaanse beleidsmakers hebben inmiddels het vertrouwen dat ze slechts tot verkrapting overgaan indien de economische omstandigheden het toelaten. Ten aanzien van de

ECB is er geen duidelijk beeld over hoe zij de voorgenomen monetaire verruiming kunnen realiseren. Dat zorgt voor onzekerheid.'

Valuta centraal

Hoe lang gaat deze trans-Atlantische spagaat nog duren? 'Het kost wat tijd voordat het beleid van de ECB en de depreciatie van de euro effect sorteren', zegt Spector. 'Om op de lange termijn de economische groei op een hoger niveau te krijgen, zijn structurele hervormingen nodig in Europa, met name op de arbeidsmarkt. Die komen zeer langzaam op gang. Tegelijkertijd hebben dergelijke hervormingen op de korte termijn ook een dempend effect. Dat betekent dat de divergentie voorlopig wel aanhoudt.'

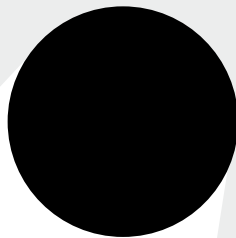
Ook Fahrinkrug meent dat Euro-

pese overheden, alsook de valuta, de bepalende factoren in het proces zullen zijn. 'Hoe minder hervormingen, des te groter is de rol voor de valuta en de centrale banken.' Europa heeft meer tijd nodig om weer op een normaal economisch groeipad te geraken, vervolgt hij, 'en dat zal voorlopig invloed hebben op de dollar-eurokoers.' De ECB heeft in het verleden altijd volgehouden geen valuta-georiënteerd beleid te voeren, zegt Fahrinkrug. 'Dat is duidelijk veranderd. Een deel van de huidige maatregelen is ontworpen om de euro te verzwakken en daarmee een herverdeling van groei tussen de twee valutablokken te bewerkstelligen.' Zo rekent Deutsche Bank zelfs op een eurokoers van 95 dollarcent in 2017 – ruim 25% lager dan nu.

Handelsstromen

De valuta kunnen op twee manieren een rol spelen in dit proces, legt Spector uit: 'Door het stimuleren van de groei of door het stabiliseren van inflatieverwachtingen.' Maar hij is sceptisch over de effectiviteit van de eerste manier. 'De euro inzetten om de Europese export te stimuleren, is makkelijker gezegd dan gedaan. De Europese

'WIJ VERWACHTEN DAT EUROPESE PORTEFEUILLES BETER PRESTEREN DAN AMERIKAANSE'



Europa blijft onder de loep. Onze loep.

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

- EUROPEAN EQUITIES
- EUROPEAN SMALLER COMPANIES
- EUROPEAN HIGH YIELD
- EURO CORPORATE BOND

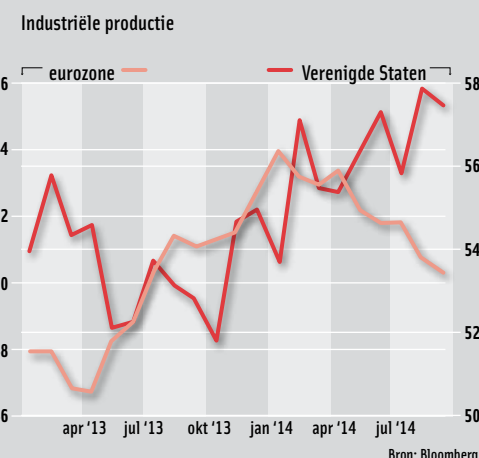
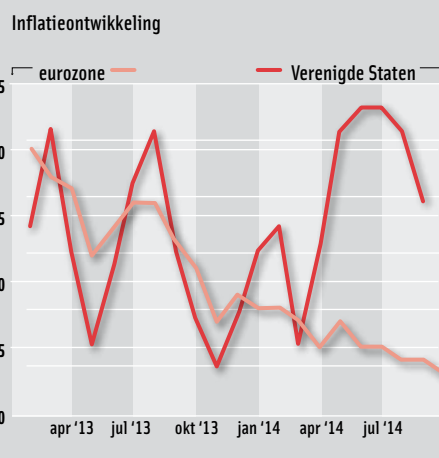
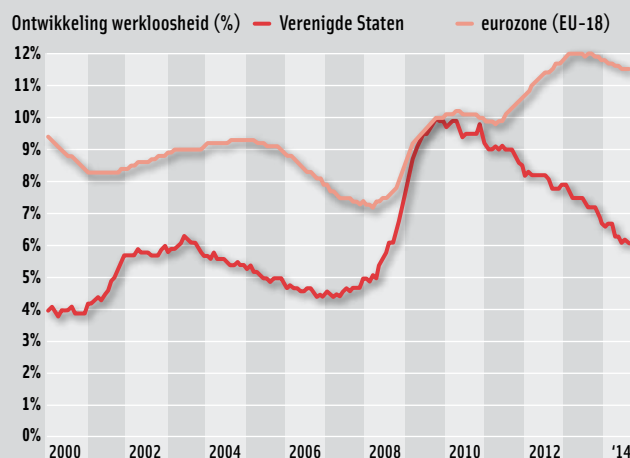
Wilt u meer weten over hoe wij voor u kunnen beleggen in Europa, ga dan naar www.trowepriceeurope.com



Asia • Australia • Europe • Middle East • The Americas

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

Grote broer troeft kleine broer af



Bron: Bloomberg

export bedraagt 44% van het bruto binnenlands product. Maar slechts 27% van de export is buiten de Europese regio. En de landen die de stimulans het beste kunnen gebruiken – Frankrijk, Spanje en Italië – exporteren het minst buiten Europa en zullen er dus het minste van profiteren.' Verder moet men niet te makkelijk denken over de risico's van deflatie, meent Spector. 'De wereldwijd dalende energieprijzen vertalen zich direct in lagere inflatie in Europa. Door de dalende euro bereiken Europese energieprijzen nieuwe laagterecords. Wanneer de energieprijzen in euro's zouden stabiliseren, zou dat ook een bodem leggen onder de inflatie.'

Het risico bestaat eruit dat een economische opleving in Europa uitblijft, meent Fahrinkrug van Meriten. 'Met stagnatie als gevolg. De markt zal concluderen dat het ECB-beleid faalt. Maar we verkeren op onbekend terrein, het is lastig te voorspellen wat er dan gebeurt.'

De beleggers van BlackRock maken zich geen zorgen dat de aanhoudende economische en monetaire divergentie uit de hand zal lopen. 'De schuldbouw bij particulieren kost in Europa meer tijd,' constateert Fons Lute, beleggingsstrateeg bij de vermogensbeheerder. 'In de VS en het VK hebben overheden sneller pas op de plaats gemaakt en monetaire beleidsmakers doortas-

tender opgetreden. De Europese bankencrisis trad ook later op, en was omvangrijker.'

Normaal gesproken bestaat er een sterke samenhang tussen de ontwikkeling van de conjunctuur van de VS en van Europa. Die connectie is er ook nu, merkt Lute op, via de handelsstromen. 'Als het in het ene blok goed gaat, heeft de rest van de wereld daar baat bij.' Dat zet automatisch een rem op verdere escalatie.

De monetaire divergentie heeft volgens Fahrinkrug wel een grote repercussie voor beleggingsportefeuilles. 'Wij verwachten dat Europese beleggingen het in hun totaliteit beter zullen doen dan Amerikaanse. Het herstel-potentieel van de economie en de intentie van de ECB om haar balans weer te laten groeien tot het niveau van 2012, zullen de Europese financiële markten ondersteunen. Ook zijn de Amerikaanse waarderingen vrij ambitieus, zowel voor obligaties als voor aandelen.'

DE ECONOMISCHE DIVERGENTIE ZORGT VOOR EEN VERDERE STIJGING VAN DE DOLLAR

Hij denkt dat er nog outperformance mogelijk is voor langjarige obligaties met een lagere bèta. 'Spreads zullen waarschijnlijk op termijn wijder worden maar de perifere obligaties zullen kunnen ontkoppelen.' Toch is hij positiever over de vooruitzichten van aandelen. 'Wij zijn ook overwogen in bedrijfsobligaties, met name high yield, en zolang de overtuiging er is dat de Amerikaanse Federal Reserve behoudend opereert, zijn er nog steeds mogelijkheden voor opkomende markten.'

High yield

Aandelen blijven voorlopig profiteren van lage inflatie en een accommoderend monetair beleid. En een renteverhoging hoeft niet desastreus te zijn voor aandelen, vinden de beleggers van BlackRock, zolang het een teken is van een opbloeiende economie. Wel is het verstandig voorzichtig te zijn met die segmenten die een verborgen rentegevoeligheid kennen, zoals small caps en defensieve sectoren als nutsbedrijven. Net als Fahrinkrug van BNY Meriten, ziet Lute dat high yield juist aantrekkelijker wordt. 'Met die bedrijven gaat het niet slechter. Zeker in de VS zal de default-kans op de korte termijn alleen maar afnemen.' Volgens hem biedt emerging market debt (EMD) weer interessante diversifica-

tiemogelijkheden. 'Veel lokale valutaobligaties, zoals de Braziliaanse real en de Turkse lira, zijn onderuit gegaan en daardoor laag geprijsd. Deze landen zullen profiteren van een hogere groei in de VS. Bovendien hebben deze obligaties minder last van een Amerikaanse rentestijging.'

De economische divergentie leidt tot een voorlopig aanhoudende appreciatie van de dollar, geeft Spector aan. 'Dat beperkt natuurlijk de potentiële stijging van de yield op obligaties.' Hoewel Europese aandelen volgens hem op dit moment aantrekkelijker gewaardeerd lijken, zou een stijgende dollar na verloop van tijd negatief kunnen zijn voor Amerikaanse bedrijfswinsten en positief voor Europese. Daar staat tegenover dat Amerikaanse aandelen het over het algemeen beter doen bij een stijgende dollar, als je de valutawinsten meeweegt. Hoe dan ook, reële rentes blijven voorlopig zeer laag, wil hij benadrukken. 'Dat zorgt over de hele linie voor een zeer stimulerend klimaat. Met de ECB die nu verruimt, is er nog steeds heel veel liquiditeit wereldwijd. Dat is niet noodzakelijkerwijs een voorbode van een neergaande markt in aandelen. Daar is echt een negatieve groeischok voor nodig.'

MIRANDA SCHOOTSEN IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.



Echt *flexibel* beleggen in vastrentende waarden.

Vastrentende strategieën zijn heel vaak gebonden aan een benchmark. De mogelijkheden om in te spelen op veranderende marktomstandigheden zijn dan beperkt.

Bevrijd uw obligatieportefeuille van deze beperking. Met een flexibele en dynamische oplossing om zonder benchmarkbeperkingen wereldwijd te beleggen in vastrentende waarden. Speel in op veranderende marktsituaties via actieve posities, voornamelijk long-posities in wereldwijde vastrentende markten en valuta's.

Een nieuwe, flexibele manier van beleggen in vastrentende waarden!

UBS (Lux) Bond SICAV – Global Dynamic (USD) (EUR hedged) Q-dist
LU1109640307

Netto exposure¹

Interest rates

Totale duration 0 tot 10 jaar

Credit

Investment grade bonds² 50% to 100%

Emerging market bonds 25% max.

High-yield bonds 25% max.

Securitized bonds 30% max.

Convertible bonds 10% max.

Samen
max. 50%

Valuta's

Andere valuta's dan USD³ 40% max.

¹ Verwachte bruto exposure ongeveer 200%

² Overheids- en bedrijfsobligaties

³ Van dit fonds is tevens een Euro Hedged aandelenklasse beschikbaar

Ga voor meer informatie over UBS Global
Dynamic Bond naar www.ubs.com/fondsen



Voor marketing- en informatiedoeleinden van UBS. Uitsluitend voor professionele beleggers. De informatie en meningen in dit document zijn opgesteld of verkregen op basis van informatie afkomstig uit bronnen die betrouwbaar worden geacht en te goeder trouw, maar wordt niet gegarandeerd als zijnde juist, noch is het een volledig overzicht of samenvatting van de effecten, markten of ontwikkelingen waarnaar in het document verwezen wordt. UBS AG en / of andere leden van de UBS Group kunnen een positie kunnen hebben in en zouden enige effecten of andere financiële instrumenten genoemd in dit document kunnen aankopen en / of verkopen. UBS fonds krachtens Luxemburgs recht. Lees voordat u belegt in een product zorgvuldig de meest recente prospectus. Participatiebewijzen in de hier genoemde UBS fondsen mogen niet worden aangeboden, verkocht of geleverd in de Verenigde Staten. De hier vermelde informatie is niet bedoeld als een uitnodiging of een aanbod om effecten of gerelateerde financiële instrumenten te kopen of verkopen. In het verleden behaalde resultaten vormen geen betrouwbare indicator voor de toekomst. In het getoonde resultaat is geen rekening gehouden met commissies en kosten in verband met het aan- of verkopen van effecten. Commissies en kosten hebben een negatieve invloed op het resultaat. Wanneer de valuta van een financieel product of dienst afwijkt van uw referentievaluta, kan het rendement stijgen of dalen als gevolg van valutashommelingen. Deze informatie houdt geen rekening met specifieke of toekomstige beleggingsdoelstellingen, financiële of belastingomstandigheden of de individuele behoeften van een bepaalde ontvanger. UBS verschaft de in dit document opgenomen gegevens en meningen zonder enige garantie of waarborg, deze gegevens en meningen zijn uitsluitend bedoeld ter informatie en voor persoonlijk gebruik door de ontvanger. Dit document bevat uitspraken die "uitspraken over de toekomst (forward-looking statements)" kunnen vormen, zoals onder meer verklaringen over onze toekomstige bedrijfsontwikkeling. Hoewel deze uitspraken over de toekomst een uitdrukking zijn van onze opinies en verwachtingen betreffende de ontwikkeling van onze activiteiten, kunnen een aantal risico's, onzekerheden en andere belangrijke factoren ertoe leiden dat de feitelijke ontwikkelingen en resultaten aanzienlijk afwijken van onze verwachtingen. UBS (Lux) Bond SICAV – Global Dynamic (USD) is geregistreerd bij de Nederlandse Autoriteit Financiële Markten. Vertegenwoordiger in Nederland voor UBS fondsen die vallen onder buitenlands recht: UBS Global Asset Management, UBS Investment Bank Nederland B.V., Rembrandt Tower – 18e verdieping, Amstelplein 1, 1096 HA Amsterdam. Prospectussen of Essentiële Beleggersinformatie, de statuten of beheerreglementen en de jaar- en halfjaarverslagen van UBS fondsen zijn kosteloos verkrijgbaar UBS Investment Bank Nederland BV of via de website www.ubs.com/fondsen. Bron voor alle gegevens en grafieken (indien niet anders aangegeven): UBS Global Asset Management © UBS 2014. Het sleutelsymbool en UBS behoren tot de gedeponeerde en niet-gedeponeerde handelsmerken van UBS. Alle rechten voorbehouden.

DE BEK STAAT WIJD OPEN

Hans Betlem is de beleggingsstrateeg van IBS Capital Management. Hij focust in deze editie van 'de favoriete grafieken van...' op de dollar, Frankrijk en de vervaarlijk opengesperde bek van de krokodil.

HANS BETLEM

Hans Betlem is sinds begin 2012 CIO en partner van IBS. Voordat hij bij IBS kwam, was hij van 1985 tot 2012 werkzaam bij Merrill Lynch in Amsterdam. Als senior VP investments was hij 27 jaar lang verantwoordelijk voor het beleggingsbeleid in een groot aantal cliëntenportefeuilles.



'EEN LAGERE EURO HELPT DE FRANSEN MINDER DAN DE DUITERS'

Dollar zal verder stijgen

Dankzij de toegenomen olieproductie, de lage gasprijs (lokt industrie naar de VS) en robotisering (een robot is goedkoper dan een Chinese werknemer) daalt het handelsbalanstekort van de VS snel. Bovendien loopt in oktober het QE-programma af. Dit kan tot een daling leiden van de hoeveelheid dollars die beschikbaar is voor de rest van de wereld. Vooral sommige opkomende landen kunnen geraakt worden, omdat zij dollars nodig hebben om hun handel te financieren. Als gevolg hiervan zal de 'greenback' mogelijk verder stijgen.

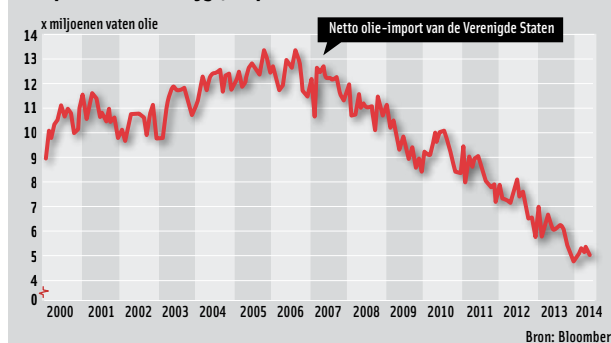
Hollande tussen hamer en aambeeld

De rentespread van Frans staatspapier ten opzichte van het Duitse is fors gedaald. Hoe lang kan dat zo blijven? Het probleem van Frankrijk is dat het niet concurrerend is met Duitsland; 57% van de omvang van de Franse economie komt voor rekening van overheidsuitgaven. Dit betekent dat een lagere euro de Fransen minder helpt dan de Duitsers. Daardoor loopt Frankrijk het risico te de-industrialiseren. Het Front National, dat de euro de schuld geeft van het onheil, geeft Hollande weinig ruimte te hervormen.

De alligatorbek

De bek van de alligator is het wijdst opengesperd vlak voordat hij dichtklapt. Zo heeft de positieve berichtgeving over de Amerikaanse economie en de negatieve over de Chinese de afgelopen drie jaar geleid tot een verschil in rendement van meer dan 70% in het voordeel van de eerste. Uiteindelijk zullen te hooggespannen verwachtingen uitmonden in teleurstellingen en te laag gespannen in meevallers. Het is dus zinvol om een deel van de portefeuille te alloceren naar Chinese aandelen ten koste van Amerikaanse.

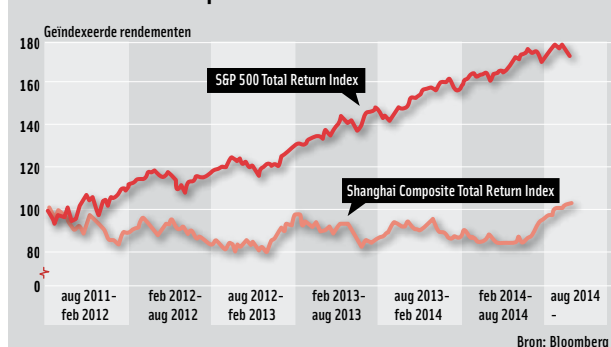
Olieproductie VS stijgt, import daalt



Spread Franse rente daalt t.o.v. Duitse



Verskil rendement op Chinese en Amerikaanse aandelen



OUTPERFORMANCE: TER DOOD VEROORDEELD?

AANBIEDERS VAN PASSIEVE PRODUCTEN CLAIMEN ZEGE

Het debat draait niet langer om de voorkeur voor passief of actief, maar om de vraag of er voor actief management nog wel een toekomst is. Onzin, zeggen anderen: er breken juist gouden tijden aan voor stockpickers.

TEKST ANTON REIJINGA

De opmars van ETF's en indexbeleggen gaat onverminderd door. De druk op zowel de beheervergoedingen als de rendementen neemt intussen toe. Dit roept bij sommigen de vraag op wanneer actieve managers de handdoek in de ring zullen werpen.

Niemand minder dan Warren Buffett gooide eerder dit jaar een steen in de vijver door zijn eigen erfgenamen aan te raden zijn nalatenschap in een passieve indextracker te beleggen. 'Stop mijn erfenis in indexfondsen', kopten media over de brief van de beleggingsgoeroe aan de aandeelhouders van zijn beleggingsvehikel Berkshire Hathaway.

Letterlijk schreef het Orakel van Omaha: 'Mijn advies aan de beheerder van mijn nalatenschap kan niet simpeler: stop 10% van het geld in kortetermijnstaatsobligaties en 90% in een indexfonds met lage kosten op de S&P 500. (Ik adviseer die van

Vanguard.) Ik geloof dat de langetermijnresultaten van dit beleid superieur zijn aan wat haalbaar is voor de meeste beleggers – of het pensioenfondsen, instituten of personen zijn – die gebruikmaken van dure managers.'

Buffett, nu 84 jaar, liet zich niet voor het eerst positief uit over passief beleggen. Ook zijn voorliefde voor aandelen zal niemand verbazen. Maar nieuw was dat hij niet wil dat zijn executeur testamentair het geld in Berkshire Hathaway laat zitten of het beheer uitbesteedt aan een andere actieve manager.

In de maanden die op deze ontboezeming volgden, stroomden miljarden dollars naar de Vanguard S&P 500. Het fondsvermogen staat nu op ruim \$ 160 mrd. Alleen de S&P 500 'Spider' van StateStreet is nog groter. Het Vanguard Total Stock Market Index-fonds is ondertussen het grootste beleggingsfonds ter wereld, met een vermogen van z'n \$ 315 mrd.

In obligaties is Vanguard concurrent Pimco al gepasseerd. Dat was al vóór het vertrek van 'obligatiekoning' Bill Gross. Met een beheerd vermogen van in totaal meer dan \$ 3.000

mrd moet Vanguard alleen tegenstrever BlackRock, met \$ 4.600 mrd, nog voor zich dulden.

Vanguard-oprichter Jack Bogle schreef Buffett een e-mail als bedankje. Hierin noemt Bogle zichzelf de op een na beste verkoper van het coöperatieve fondsenhuis. Alleen de topman van Berkshire Hathaway gaat hem voor, schreef hij lovend.

Vanguard-adviseur Richard Ellis, de oprichter van Greenwich Associates en schrijver van vele boeken, schreef al in 1975 in het artikel 'The Losers Game' dat actief management 'een spel van verliezers' is. In het deze zomer verschenen artikel 'The Rise and Fall of Performance Investing' claimt de 74-jarige Ellis de overwinning: de strijd is gestreden en voor actieve managers is het spel nu echt uit. Een proces van 'creatieve destructie'

**ALPHABELEGGERS
WARREN BUFFETT:
'STOP MIJN
NALATENSCHAP IN
INDEXFONDSEN'**

tie' maakt volgens hem outperformance op den duur onmogelijk. Hij voert daarvoor aan dat actieve managers dankzij technologie en toegenomen kennis sneller en intelligenter worden, maar daardoor wordt de markt juist ook efficiënter en moeilijker te verslaan.

In de Verenigde Staten zit op dit moment ruim een kwart van het totaal in aandelen belegde vermogen in passieve producten, zoals ETF's en indexfondsen. In 2000 was dat nog 8%. In West-Europa ligt het aandeel volgens data van BlackRock nu op pakweg 12%.

Handel en spreiding

De Europese markt loopt ongeveer vier jaar achter op Amerika, stelt Gert-Jan Verhagen, hoofd iShares Nederland bij BlackRock. Dit komt volgens hem omdat Amerikanen veel meer zelf bezig zijn met hun pensioenopbouw. Voor een particuliere belegger is het eenvoudig een gespreide portefeuille op te zetten met ETF's. Institutionele partijen maken al op grote schaal gebruik van passieve producten als ETF's.

Naast spreiding is het voornaamste argument de verhandelbaarheid. 'Met name het psychologische aspect dat je uit kunt stappen wanneer je wilt is belangrijk', aldus Verhagen. Financiële crises en rampen hebben goed verhandelbare ETF's in de kaart gespeeld. In de kredietcrisis sloten veel actieve (hedge)fondsen tijdelijk, niemand kon er meer in of uit. Maar ETF's bleven over het algemeen goed verhandelbaar.

Institutionele beleggers gebruiken ETF's om tactische accenten in portefeuilles aan te brengen. Daarnaast veroveren ETF's en indexfondsen gestaag een plek in de strategische beleggingsmix en maken ze steeds vaker deel uit van de 'kern van de portefeuille', aldus Verhagen.

Zowel actieve als passieve managers verlagen voortdurend de kosten.

'20 basispunten voor de iShares MSCI World-index, 10 basispunten voor de iShares EuroStoxx 50, 7 basispunten voor de iShares S&P 500, somt de BlackRock-manager op. De marktleider is in continu gevecht met concurrenten als StateStreet, Vanguard, Deutsche AWM en Powershares. Zo zijn de db X-trackers Core-ETF's van DeAWM onlangs verlaagd tot prijzen tussen de 7 en 19 basispunten.

Met het provisieverbod, dat adviseurs verbiedt vergoedingen aan te nemen van fondshuizen, is bovendien een incentive voor adviseurs weggenomen om duurdere fondsen aan te bevelen. De druk op de verwachte rendementen vergroot het relatieve belang van kosten verder; 1 procentpunt aan een manager afstaan doet meer pijn op 4% rendement dan op 15%.

Free riders

In de white paper 'The Dark Side of Passive Investing' brengt David Blitz, hoofd kwantitatief aandelenonderzoek bij Robeco, het tegengeluid in. Hij stelt dat de markten alleen maar efficiënt kunnen zijn als er genoeg mensen zijn die denken dat dit niet zo is. In theorie handelen zij tot er een evenwichtsprijs ontstaat. De passieve belegger gaat er alleen van uit dat de juiste prijs voor hem is gezet. Zo bezien, is hij een 'free rider', aldus Blitz.

Een ander tegenargument is dat indexbeleggen steeds meer sectorbeleggen is geworden. In de jaren zeventig was het energie, in het volgende decennium consumentenproducten, in de jaren negentig technologie en vervolgens – tot de financiële crisis – financiële dienstverleners.

Lukas Daalder, hoofd multi-asset-oplossingen van het Rotterdamse fondshuis, sluit zich hierbij aan. Niet alleen wijst hij op de internetzeepbel in aandelen, maar in obligaties ook op zwakke eurolanden. 'In Europese obli-

gatie-indices zit Italië voor wel 30%, want Italië heeft de grootste schuld.' Na downgrades van kredietbeoordelaars werd Griekenland uit diverse indices verwijderd. 'Je verkoopt dan in een markt waar even niemand wil kopen' geeft hij aan.

Dat grote beleggers vaak niet wisten waarin ze belegden, bleek ook toen media ze confronteerden met (index-)beleggingen in bedrijven die clustermunie of sigaretten produceren. Aanbieders van passieve producten kunnen dit ondervangen met specifiek op de klant afgestemde indexfondsen, waarbij bepaalde bedrijven of sectoren uitgesloten worden. 'Maar dan ben je even duur uit als bij actief beheer', aldus Daalder.

Optimale verhouding

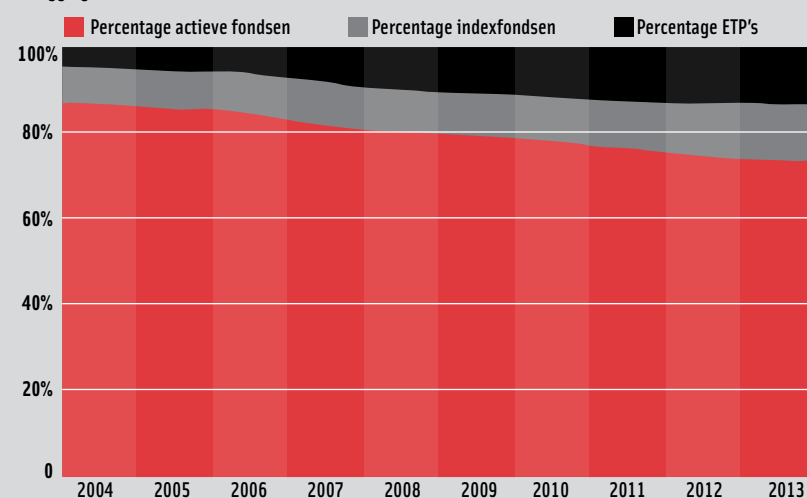
Ook BlackRocks Verhagen denkt niet dat passieve producten hun actieve tegenhangers volledig uit de markt zullen drukken. 'Er zijn wel degelijk managers die consistent alpha genereren. Kijk naar fondsen als Kempen Global High Dividend of BlackRock European Income Equities.' Blitz wijst op de outperformance van een aantal factoren zoals 'value' en 'low volatility.' Ook is er bewijs dat actief beheer toegevoegde waarde heeft in opkomende markten of in small en mid caps.

BlackRock heeft enkele jaren terug onderzoek gedaan naar de voorkeuren van beleggers ten aanzien van hun eigen portefeuille. Hieruit kwamen drie groepen naar voren. Zo'n 30% blijft bij actief management, 25% geeft aan meer te zien in een mix tussen actief en passief en 45% kijkt er ag-

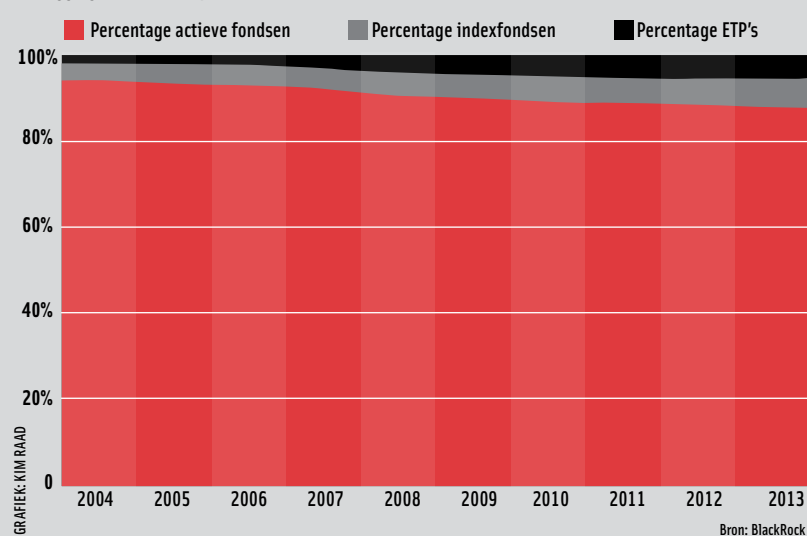
'DE GROEI VAN PASSIEVE PRODUCTEN BIEDT STOCKPICKERS VEEL KANSSEN'

Actief versus passief

Beleggingsfondsen VS



Beleggingsfondsen Europa



nostisch tegen aan en probeert alpha te creëren door de goede allocatiebepalingen te nemen, waarbij de manier van implementatie van tweede orde is.

Het grote aantal beleggers dat de allocatie zelf wil doen om accenten aan te brengen, is ook een van de verklaringen voor het omvangrijke aantal ETF's.

Deze versnippering kan weer leiden tot concentratie en inefficiëntie – en daarmee kosten voor passief en kansen voor actief management.

Beheerskosten zijn slechts één motief voor de beweging richting passieve fondsen. Beleggers geven echter aan dat er te veel andere overwegingen zijn om te concluderen dat het selecteren van goede managers ten dode opgeschreven is. Passief mag een slag gewonnen hebben, de strijd om de gunst van de beleggers gaat onverminderd door. ■

ANTON REIJINGA IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

VAN LANSCHOT: 'DAT WIJ GEEN ADVISEURS MEER OVERHOUDEN, IS EEN FABELTJE'

'ANDERS DAN ABN AMRO, ING EN RABO ZIJN WIJ WÉL ECHTE PRIVATE BANK'

Er is de afgelopen jaren veel veranderd bij Van Lanschot Bankiers. Nu het huis op orde is, is de bank volgens algemeen directeur private banking Richard Bruens weer klaar voor groei.

TEKST BARBARA NIEUWENHUIJSEN

Het is verstandig om regelmatig even een stapje achteruit te doen, tot bezinning te komen en te kijken of je nog wel op het goede pad zit. Van Lanschot Bankiers deed dit begin vorig jaar. De conclusie van deze 'strategische review' was dat de chique bank minder exclusief moest worden.

'Ons aanbod van private banking en private office is daarom uitgebreid met personal banking. We zijn nu ook toegankelijk voor klanten met een kleiner vermogen,' vertelt Bruens, die tevens lid is van de raad van bestuur van de Bosche bank.

Vorig jaar oktober lanceerde zij Evi van Lanschot, een platform voor online beleggingsadvies en vermogensbeheer. 'De filosofie achter Evi is dat klanten online heel veel zelf kunnen doen, maar dat ze daarnaast toegang hebben tot de specialisten van Van

Lanschot,' zegt Andries van Luijk, directeur van Evi.

Bruens: 'Vervolgens hebben we heel veel gesprekken met klanten gevoerd over welk dienstverleningsconcept het beste bij hen past.'

Centralisatie advies

Er zijn klanten van private banking naar Evi gegaan en er zijn ook verschuivingen geweest in de staf. Specifieke aantallen of bedragen wil Bruens niet noemen. 'Dat is commercieel vertrouwelijke informatie.'

Wel zegt hij dat als je in aantallen kijkt, er meer klanten bij personal banking (Evi) zitten. Kijk je naar assets, dan zit het merendeel bij private banking. 'Dat wij geen beleggingsadviseurs meer zouden overhouden is een fabeltje dat met enige gretigheid wordt beweerd door partijen die daarbij hun eigen belang hebben,' zegt hij. 'Als niemand meer behoefte had aan beleggingsadvies, dan zouden we ermee ophouden, maar dat is niet het geval. Je kunt een heleboel zelf doen, maar veel mensen hebben daarnaast dan toch nog de behoefte dat er even iemand meekijkt.'

Dat de Van Lanschot-beleggingsadviseurs nu gecentraliseerd zijn in Amsterdam en Den Bosch heeft 'zowel kwaliteits- als consistency-redenen,' legt Bruens uit. 'Wij hebben 24 kantoren. Voor adviseurs is het echter beter in grotere teams te werken, zodat zij ideeën kunnen uitwisselen en kennis kunnen delen en daarmee de klant echt kwalitatief beter kunnen bedienen. Het verbetert ook de consistentie richting de klant, omdat je dat met twee teams beter kunt inrichten dan met adviseurs verspreid over 24 kantoren.' Volgens Bruens zijn er nog tientallen beleggingsadviseurs in de nieuwe organisatie.

De Van Lanschot-adviseurs zijn andere adviseurs dan de Evi-adviseurs. 'De laatsten krijgen vaak systeem gere-

lateerde vragen,' vertelt Van Luijk. 'Er zijn wel adviseurs overgegaan, maar die moeten we dan wel omscholen. Het werk is toch anders. Evi-klanten verwachten dat ze heel snel antwoord krijgen, soms zelfs real-time. De adviseurs die hier zitten zijn dan ook wat jonger dan de private banking-adviseurs, eind twintig tot veertig jaar. Bij private banking zijn er meer vijftigers en veertigers. Daar zie je niet zo heel veel twintigers en dat is ook logisch, gegeven de tijd die het kost om de benodigde ervaring met de markt op te bouwen.'

Veel private banking-adviseurs zijn ook buiten kantoor tijden bereikbaar, maar dan op hun mobiel. Evi-adviseurs zitten echt tot 's avonds laat op kantoor. De meeste Evi-klanten chatten namelijk tijdens lunchtijd of na kantoor tijd.

Eerste in online advies

Van Lanschot was met Evi de eerste grote partij in Nederland die zich waagde aan online advies. Veel partijen zijn hier huiverig voor vanwege de zorgplicht. Van Luijk: 'De complexiteit

'FABELTJES WORDEN GRETIG VERTELD DOOR PARTIJEN MET EEN EIGEN BELANG'



FOTO: RICHARD BRUENS

zit hem in het bouwen van het model. Vervolgens laat het systeem heel goed zien wat bepaalde wijzigingen voor effect op een portefeuille hebben. Dat is voor een adviseur die meekijkt dus vaak overzichtelijker dan wanneer hij iemand met een vraag aan zijn bureau zou krijgen.' Evi bevat daarnaast alleen beleggingsfondsen. 'Dat is dus vrij goed beheersbaar.'

Bij de presentatie van de halfjaarcijfers maakte Van Lanschot bekend dat Evi bijna € 1 mrd euro aan beheerd vermogen bevat. Dit is echter sparen, advies en beheer in zowel Nederland als België. Erg specifiek wil Bruens hier niet over zijn, maar hiervan zit 'een groot deel' in beheer, zegt hij.

'Een significante meerderheid van het geld komt van nieuwe klanten. Het gaat om een wat jonger publiek.' Dat is

ook waar de bank op hoopte. De bedoeling was met Evi ook zogenoemde starters op de vermogensmarkt aan de bank te kunnen binden.

Evi Advies is toegankelijk vanaf € 10.000 en kost 0,67% (incl. btw) over het belegd vermogen per jaar. Evi beheer is toegankelijk vanaf € 25.000 en kost afhankelijk van het risicoprofiel tussen de 0,67% en 1,39% (incl. btw) per jaar. Dit is 10 basispunten goedkoper dan de private banking-dienstverlening, die vooral gericht is op klanten met een vermogen vanaf € 500.000.

Van Lanschot had halverwege dit jaar € 56,1 mrd aan client assets onder beheer. Ruim € 10 mrd hiervan staat op deposito's. De rest is zowel institutioneel als particulier.

Bruens: '€ 19 mrd hiervan is private banking-geld.' Dit is inclusief de bijna €

1 mrd in Evi. Een jaar geleden was dit zo'n € 18,3 mrd. 'We beginnen dus weer te groeien, en we zien een lichte netto-instroom.'

Hij is daar gezien alle veranderingen die de bank heeft doorgevoerd blij mee. 'We hebben de administratieve taken uit de kantoren gehaald en gecentraliseerd. Daarnaast zijn de beleggingsteams samengebracht op twee locaties, Den Bosch en Amsterdam.

'KLANTEN KUNNEN ONLINE HEEL VEEL ZELF DOEN, MAAR WILLEN OOK DAT IEMAND MEEKIJKT'

Verder hebben we producten en systemen vereenvoudigd, zodat we het kostenniveau kunnen verlagen. De grootste veranderingen zijn daarmee doorgevoerd. Met de introductie van vermogensregie onlangs, de vernieuwing van onze website en een specifieke campagne voor de private bank is het startschot voor focus op groei gegeven.'

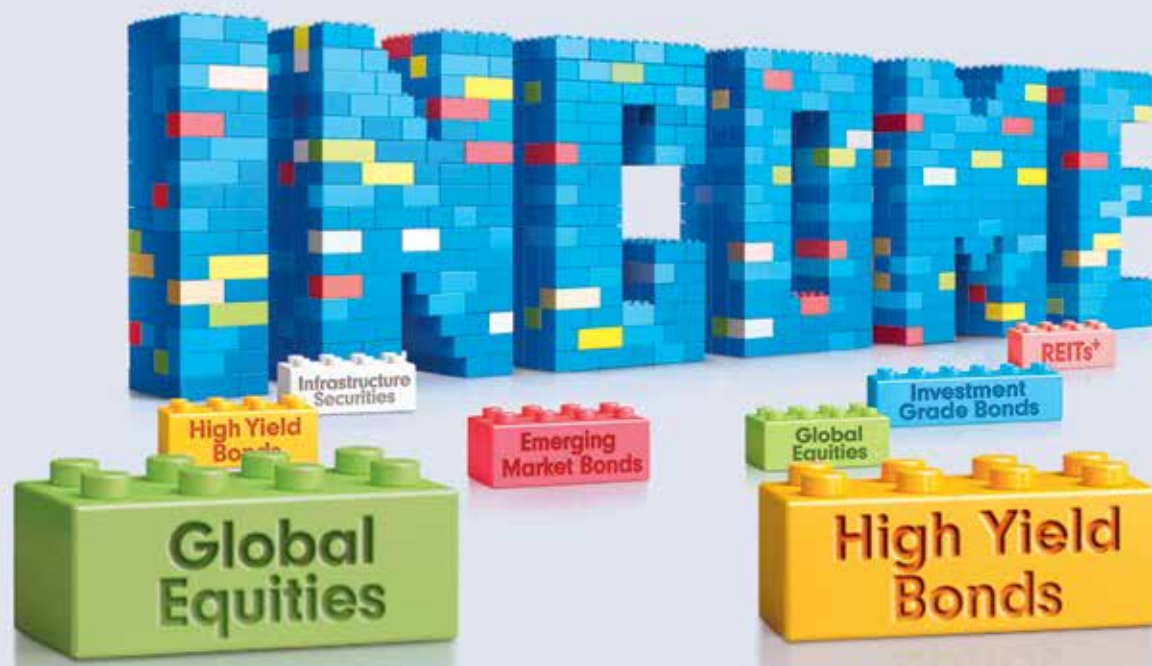
Bruens: 'Onze toegevoegde waarde is dat we anders dan ING, ABN en Rabo een echte private bank zijn, en ons puur en alleen op wealth management richten. We zijn minder groot, maar hebben met onze 24 kantoren in Nederland wel een goede landelijke dekking. Een verschil tussen ons en de anderen is dat wij minder klanten per private banker hebben. Wij zitten op rond de honderd klanten per banker. Daardoor hebben wij meer tijd voor een klant.'

Eigen assetmanager

'Doordat wij een relatief kleine organisatie zijn met tweeduizend medewerkers zijn de lijnen bij ons ook relatief kort. Wij kunnen snel op ontwikkelingen inspelen en bijvoorbeeld ook snel opschalen naar een gesprek met iemand van de raad van bestuur als de klant dat waardeert.'

'We zijn daarnaast een van de weinige private banks die een eigen assetmanager in huis hebben. Dat wil niet zeggen dat wij alleen Kempen-fondsen selecteren, integendeel, maar het voordeel hiervan is dat wij gebruik kunnen maken van de kennis en expertise die bij de assetmanager aanwezig zijn. Zij hebben specialistische kennis op gebied van het bepalen van een asset-allocatie, het invullen van een portefeuille en het selecteren van beleggingsinstrumenten. Zonder de assetmanager zouden wij voor accountants nooit speciale compliant-varianten van Evi kunnen lanceren. Nu wel.' ■

BARBARA NIEUWENHUIJSEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.



Een 'all-weather' beleggingsoplossing die streeft naar stabiele inkomsten

Het Fidelity Funds - Global Multi Asset Income Fund is een zeer gespreide multi-asset oplossing die er naar streeft beleggers stabiele en regelmatige inkomsten te bieden. Het rendement van het fonds vloeit op natuurlijke wijze voort uit de onderliggende beleggingen, zoals dividend, rente en huurinkomsten. Omdat verschillende beleggingscategorieën wisselend presteren onder variabele economische omstandigheden, zorgt de brede, flexibele spreiding over vermogenscategorieën in combinatie met de beleggingsexpertise van Fidelity voor stabiliteit.

FF Global Multi Asset Income Fund:

- Streeft naar kapitaalgroei door herbelegging van dividenden
- Streeft naar stabiliteit door sterk gediversifieerde multi-assetstrategie
- Flexibel om allocatie aan te passen aan marktomstandigheden
- Sterk groeipotentieel bij herinvestering van inkomsten in de niet-uitkerende share class

Kijk voor meer informatie op fidelity.nl/adviseur of bel gratis 0800 - 022 47 09



the currency of investing

Niets uit dit document mag worden gekopieerd of verspreid zonder voorafgaande toestemming van Fidelity. Tenzij anders aangegeven zijn alle hier gegeven meningen en visies afkomstig van Fidelity. Deze publicatie is niet bestemd voor inwoners van het Verenigd Koninkrijk of de Verenigde Staten en is uitsluitend bestemd voor personen die gevestigd zijn in rechtsgebieden waar de betreffende fondsen voor distributie zijn toegelaten of waar een dergelijke toestemming niet vereist is. FIL Limited en zijn respectieve dochtermaatschappijen vormen de wereldwijde beleggingsbeheerorganisatie waar doorgaans naar wordt verwezen als Fidelity Worldwide Investment. Beleggingsdeskundigen omvatten partners, analisten, beheerders van landen- en sectorfondsen met researchverantwoordelijkheid en technische en kwantitatieve analisten die deel uit maken van een researchteam. Fidelity, Fidelity Worldwide Investment, het Fidelity Worldwide Investment logo en het F symbol zijn handelsmerken van FIL Limited. Fidelity verstrekt uitsluitend informatie over haar eigen producten en diensten en geeft geen beleggingsadviezen die gebaseerd zijn op persoonlijke omstandigheden. Fidelity Funds is een "open-ended" beleggingsmaatschappij gevestigd in Luxemburg, met verschillende aandelenklassen. Inkomsten worden uitbetaald aan de aandeelhouders. Het fonds tracht een stabiele betaling per aandeel te handhaven, voor zover dit redelijk is. De betaling is niet vast en varieert al naargelang de economische en andere omstandigheden en het vermogen van het fonds om stabiele betalingen te kunnen verrichten zonder dat dit op lange termijn een positieve of negatieve invloed heeft op zijn kapitaal. Dit kan er soms toe leiden dat er inkomsten uit het kapitaal worden betaald. De kosten worden in mindering gebracht op het kapitaal. De weergegeven rendementsgegevens zijn voor aftrek van de aankoopkosten van het fonds. Aankoopkosten van 5,25% zouden betekenen dat een beleggingswinst van bijvoorbeeld 6% per jaar na 5 jaar zou worden gereduceerd tot 4,9% op jaarbasis. Dit is het hoogste tarief van toepassing voor de aankoopkosten. Als de aankoopkosten die u moet betalen lager liggen dan 5,25%, zal de impact op het algemene rendement kleiner zijn. Wij raden u aan uitgebreide informatie aan te vragen alvorens te besluiten tot enige belegging. Beleggingen dienen te geschieden op basis van het op dit moment geldige prospectus en de Essentiële Beleggersinformatie (EBI) die kosteloos verkrijgbaar zijn tezamen met het laatste jaarverslag en halfjaarverslag bij onze distributeurs, bij ons Europese Service Centre in Luxemburg, 2A rue Albert Borschette, BP 2174, L-1021 Luxemburg (tel. 0800 - 022 47 09) en in Nederland: FIL (Luxemburg) S.A. Netherlands Branch (geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten), World Trade Center, Toren H 6e etage, Zuidplein 52, 1077 XV Amsterdam (tel. 020 - 797 7100). [Fidelity Funds/Fidelity II] is/zijn gerechtigd deelnemingsrechten aan te bieden in Nederland op grond van artikel 2:66 (3) jo. 2:71 en 2:72 Wet op het financieel toezicht. Uitgegeven door FIL (Luxemburg) S.A., goedgekeurd en gereguleerd in Luxemburg door de CSSF (Commission de Surveillance du Secteur Financier). CL14091101/0215

HET VALUTA-EFFECT

Benchmarkers



Alleen grondstoffen scoren in 2014 tot dusver een negatief rendement. De dollar speelt daarin een belangrijke rol. Vastgoed en emerging market debt zijn de best presterende categorieën dit jaar. Ondanks de grote groep sceptici over obligaties zijn de rendementen tot dusverre goed.

Asset classes

Aandelen, obligaties en valuta (YTD)

MSCI AC World Index Daily Net	12,96%
JPM Global Aggregate Bond Index	12,29%
FTSE EPRA/NAREIT GIB TR	17,22%
S&P GSCI Index Spot Index	-9,82%
USD-EUR X-RATE	1,26%

Regio's

VS - Europa - Japan - Azië exclusief Japan - opkomende markten

MSCI USA EUR	16,37%
MSCI EUROPE	2,33%
HSBC MSCI JAPAN INAV EUR	3,79%
MSCI Asia Pac xJP Eur	12,22%
MSCI Emerging Markets Daily Ne	12,88%

Credits

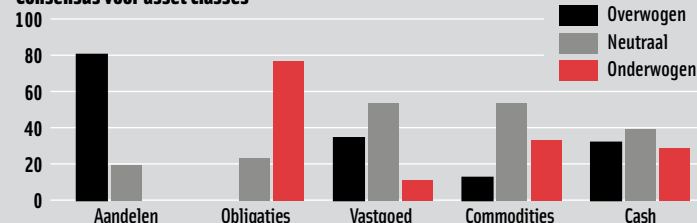
IBOXX OA PR	6,43%
IBOXX Global Inflation-Linked	7,34%
IBOXX CRP OA PR	4,19%
IBOXX Iboxx Eur High Yield Core Tmt	0,78%
JPMorgan EMBI Diversified	8,26%

Consensusaanbevelingen

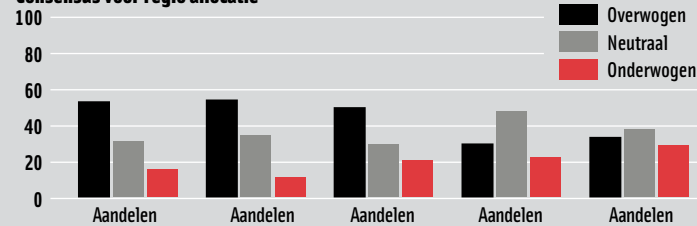


De vijftig fondsenhuizen die aan de september-asset-allocationpoll meededen, blijven positief over aandelen en zeer negatief over obligaties. Geen enkele partij is overwogen in (staats)obligaties.

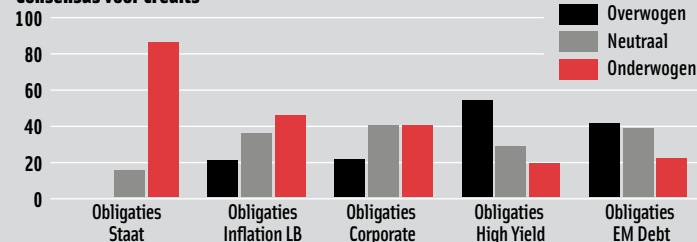
Consensus voor asset classes



Consensus voor regio allocatie

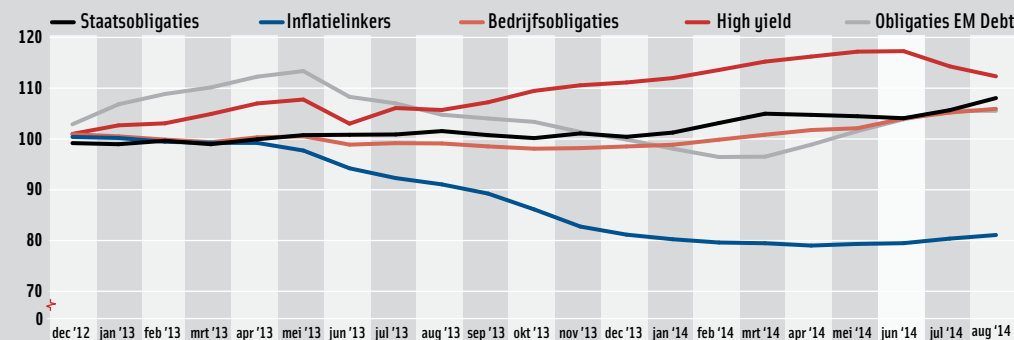


Consensus voor credits



In- en uitstroom

Voor high yield lijkt de trend te zijn gekeerd. Sinds juni is de uitstroom substantieel. Voor obligaties uit opkomende markten is het beeld omgekeerd, daar is sinds maart sprake van forse instroom. Ook staatsleningen zijn sinds twee maanden weer populair onder beleggers.



Bron: Alpha Research

ASSET-ALLOCATIONDASHBOARD

DOLLAR-IMPACT

De maatregelen van de ECB hebben ook een indirect effect. Nu de dollar sterker wordt, en de euro zwakker, heeft Europa 'Draghinomics' ingezet. Export wordt goedkoper, wat goed is voor de economie. De 'collateral damage' is dat beleggingen in dollars meer waard worden, een positief valuta-effect.

Fondsenhuizen nemen de afgelopen drie maanden iets minder risico met aandelen, maar het percentage met de aanbeveling 'overwogen' blijft met 80,4% op een hoog niveau.

De asset-allocationpoll in de laatste week van september brengt vastgoed terug naar 'overwogen'. Bij de regio-allocation blijven Amerika, Japan en Europa favoriet.

Amerika is mede door de sterke dollar nu de best renderende regio. De performance van opkomende markten en Azië ex Japan mag er ook zijn, maar de consensus van vijftig assetmanagers blijft voor beide 'neutraal'.

Rendementsverschillen bij obligaties in dollars of euro's zijn groot. High yield wordt nog steeds als meest aantrekkelijke obligatie-categorie gezien, die in euro's ook prima rendert, maar in dollars komt het rendement dicht bij nul. Verrassend blijft het negativisme over staatsobligaties, terwijl het rendement er nu juist echt mag zijn. De consensusmening over inflatielinkers gaat deze maand terug naar 'onderwogen'.

Emerging market debt, waar 'neutraal' tegen aangekeken wordt, rendert als beste bij de obligaties. De in- en uitstroom van obligatiefondsen, uitgedrukt in het percentage van de uitstaande beleggingsfondsen, laat bij high yield sinds juni een significante verkoopstroom zien. De obligatiecategorie die garen spint bij het huidige klimaat is emerging market debt. Na het eerste kwartaal dit jaar is er een duidelijke aankooptrend te zien.

EELCO UBBELS IS OPRICHTER EN DIRECTEUR VAN ALPHA RESEARCH.



OPKOMENDE MARKTEN ZIJN AANTREKKELIJK VOOR WIE SELECTIEF DURFT TE ZIJN

NIET IN CHINA, MAAR IN INDIA, TURKIJE EN MEXICO MOET JE NU ZIJN

Er lijkt dit jaar een einde te komen aan een lange periode van tegenvallende beursrendementen in opkomende markten. Beleggers die overwegen hun exposure te vergroten dienen echter kieskeurig te zijn.

TEKST HARM LUTTIKHEDDE

Dé opkomende markten: alsof het om een homogene groep gaat. Toch zijn ze dat in de ogen van veel beleggers nog steeds. Een blik op de rendementen van zowel voor als na de financiële crisis bevestigt dit vooroordeel ook.

Zo steeg de MSCI Emerging Markets-index in de zes jaar voor de financiële crisis met gemiddeld 29% per jaar, tegen nog geen 20% voor de wereldwijde ontwikkelde markten. Slechts twee opkomende markten boekten daarbij een rendement van minder dan 20% per jaar, terwijl 17 van de 25 landen in de index meer dan 30% optekenden.

'Voor 2008 ging er een "wall of money" richting opkomende markten', zegt Sander Zondag, fondsmanager van het wereldwijde aandelenfonds BNP Paribas Obam. 'Het maakte weinig uit of je nu in Latijns-Amerika,



ROBIN LI, CEO VAN BAIDU. FOTO: HOLLANDESE HOOGTE

Azië of Oost-Europa belegde.'

In de daaropvolgende zes jaar ontliepen de beursrendementen in opkomende markten elkaar wederom niet veel, al waren ze ditmaal overwegend negatief, terwijl de gevestigde, westerse markten per jaar gemiddeld 3% winst boekten.

CHINESE BEURS IS HEEL GOEDKOOP, MAAR RENDEMENT OP GEÏNVESTEERD VERMOGEN LAAG

Dit jaar zou het tij wel eens kunnen keren. Verschillende onderzoeken tonen aan dat beleggers hun allocatie naar opkomende markten willen vergroten. Zo ook de BNP-manager. 'Veel aandelenmarkten noteren met een korting ten opzichte van de westerse beurzen', zegt hij.

Maar om net als voor de financiële crisis bovengemiddelde rendementen te behalen is het volgens hem nu van groot belang om selectief te zijn. 'Beleggen in de brede categorie emerging markets behoort nu echt tot het verleden.'

Groeivoorwaarden

Scott Berg, fondsbeheerder van het T. Rowe Price Global Growth Equity Fund, spreekt van een 'enorme kans' voor beleggers die opkomende markten niet als één blok zien. 'De totale groei van de bedrijfswinsten in de opkomende wereld is sinds de piek in 2011 afgezwakt, maar beleggers lijken over het hoofd te zien dat dit vooral komt door Latijns-Amerika, de opkomende regio die het sterkst van grondstoffen afhankelijk is. In opkomend

Azië bereikten de winsten vorig jaar het hoogste niveau ooit.

De waarderingen zijn, na het dieptepunt vorig jaar toen de Federal Reserve voor het eerst hintte op het dichtdraaien van de geldkraan, in het algemeen opgeveerd, 'maar er zijn nog steeds delen van de opkomende wereld waar de waarderingen als gevolg van het negatieve sentiment geen recht doen aan de fundamentals en het rendementspotentieel.

De fondsmanager van het Amerikaanse huis heeft een voorkeur voor bedrijven die in staat zijn hun hoge winstniveau op peil te houden. 'Deze zijn meestal te vinden in economieën die betere groeivoorwaarden bieden – landen met een stijgend bruto binnenlands product per hoofd van de bevolking, gunstige demografische trends, een relatief beperkte inflatie en het vooruitzicht op politieke hervorming.' Berg is daarom vooral positief over de kansen in India, Indonesië, Turkije, de Filipijnen, Peru en Mexico.

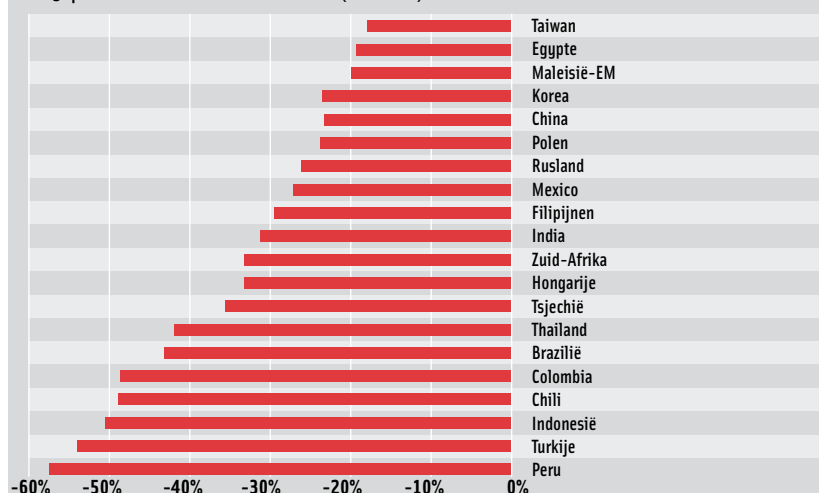
Value trap

Op opportunistische basis belegt hij ook in aantrekkelijk gewaardeerde individuele namen in de markten waar de vertraging van de economische groei hem het meeste zorgen baart. 'Zo beleggen we in China al geruime tijd in goed geleide internetbedrijven in de consumentensector en in bedrijven die kunnen profiteren van de noodzakelijke verbetering van het Chinese milieubeleid,' aldus de T. Rowe-manager.

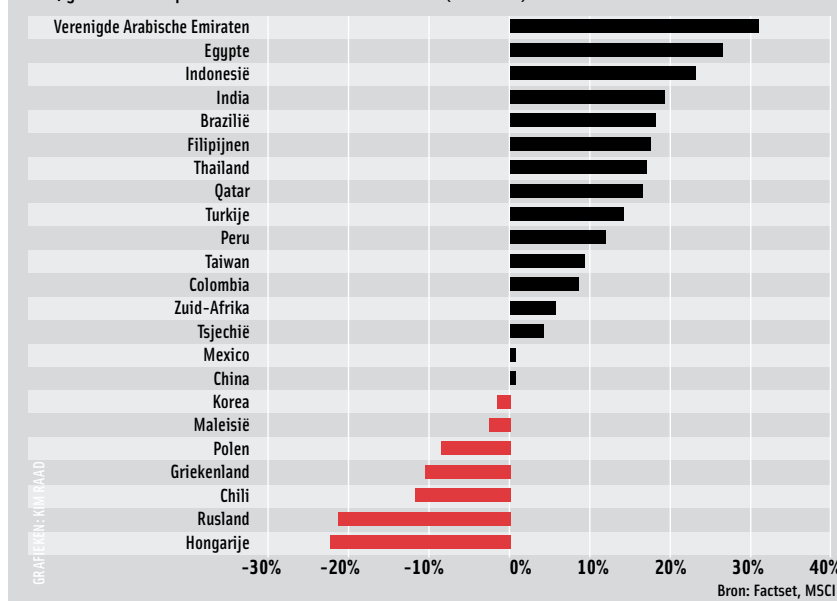
Zondag benadrukt dat de verschillen tussen regio's en landen, maar ook tussen sectoren, bedrijfstakken en zelfs ondernemingen groter zijn dan voorheen. 'Brazilië zit in een recessie, Rusland volgt naar verwachting binnenkort. Daar staat tegenover dat India aan de beterende hand is en dat dankzij het aantreden van de meer hervormingsgezinde premier Narendra Modi de koersen van sommige aandelen die we bezitten meer dan verdubbeld zijn. Daarom nemen we daar nu

Opkomende markten weinig stabiel

2013: performance EM versus MSCI World (in dollars)



2014 year-to-date: performance EM versus MSCI World (in dollars)



langzaam afscheid van.'

Economische groei alleen zegt overigens niet zo veel over het te verwachten beursrendement, benadrukt de fondsmanager. 'Neem China, waar de groei de voorbije jaren flink is afgezwakt maar nog altijd zo'n 7,5% bedraagt. De beurs heeft echter matig gepresteerd.' Hij wijt dit aan de vele staatsbedrijven die zich nauwelijks bekommeren om de overige aandeelhouders en zich laten leiden door andere motieven zoals het creëren van werkgelegenheid. 'Met gemiddeld acht

à negen keer de winst is de Chinese beurs nu heel goedkoop, maar het rendement op geïnvesteerd vermogen van staatsbedrijven is dermate laag dat ze

'HET IS VAN GROOT BELANG OM NU SELECTIEF TE ZIJN. STOCKPICKER KAN INDEX VERSLAAN'

voor de belegger een "value trap" vormen die je moet vermijden.'

Toch hebben bepaalde segmenten binnen de Chinese aandelenmarkt het zeer goed gedaan, zoals die van dominante private internetbedrijven. Baidu is daar een uitstekend voorbeeld van, zegt de BNP-manager. De positie die Obama tot voor kort in de 'Google van China' had, werd overigens onlangs verkocht vanwege de te hard opgelopen waardering en toegenomen concurrentie.

Sell-off

Naar de Chinese bankensector heeft het fonds geen enkele exposure, hoe extreem goedkoop die aandelen momenteel ook zijn. Dit in verband met het grote aantal slechte leningen die nog niet zijn afgeboekt. In andere landen liggen er juist goede kansen, zegt Zondag. Zo heeft hij posities in banken uit India, Peru en de Filipijnen, waar de kredietgroei, de kernactiviteit van banken, met dubbele cijfers geschreven wordt en de rentemarge soms oploopt tot wel 8%. 'Zet dat af tegen Europa, waar de kredietverstrekking krimpt en de marge slechts rond de 1% is.'

'Het is nu dus van groot belang om selectief te zijn, met de blik scherp op competitieve bedrijfstakken en hierbinnen op dominante, goed renderende en op aandeelhouders gerichte ondernemingen,' besluit Zondag. 'Stockpickers hebben in de huidige omstandigheden betere kansen om de index te verslaan, al blijft het geen eenvoudige opgave. Je zult sterk van de benchmark moeten durven afwijken. Obama doet dat, getuige een active share van 90%.'

Volgens Berg biedt elke breedgedragen 'sell-off' zoals vorig jaar kansen om goede aandelen te kopen. 'Wees op zulke momenten contrair, gedisciplineerd en wacht tot de ratio terugkeert in de markt. Het is een bewezen manier om rendement in opkomende markten te genereren.'

HARM LUTTIKHEDDE IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

WAT ALS UW VASTRENTENDE STRATEGIE NU EENS BESTAND BLIJKT TEGEN DE STIJGENDE RENTES?

Zodra de rentes stijgen, neemt de waarde van obligaties af. Dit is wat er van oudsher gebeurt met investeringen in obligaties. Wij denken echter dat het ook anders kan. Het begint met strategieën die minder rentegevoelig zijn. Die gericht zijn op het zoeken naar de beste waarde. Of die streven naar nieuwe bronnen van rendement.

Natixis Global Asset Management biedt u strategieën aan die u kunnen helpen uw weg te vinden op de hedendaagse obligatiemarkten.



**WILT U MEER LEZEN OVER ONZE STRATEGIEËN VOOR VASTRENTENDE
WAARDEN, GA DAN NAAR: DURABLEPORTFOLIOS.COM/FIXEDINCOME
OF BEL +31 (0)20 333 1702, VOOR MEER INFORMATIE.**

Natixis Global Asset Management heeft een reeks vastrentende fondsen die beter kunnen omgaan met de ontwikkelingen op de obligatiemarkten:

- **LOOMIS SAYLES MULTISECTOR INCOME FUND**
- **LOOMIS SAYLES GLOBAL OPPORTUNISTIC BOND FUND**
- **NATIXIS EURO HIGH INCOME FUND**

Loomis Sayles Multisector Income Fund en Loomis Sayles Global Opportunistic Bond Fund zijn sub fondsen van Natixis International Funds (Dublin) I, wat is georganiseerd als een beleggingsmaatschappij met variabel kapitaal onder de wetgeving van Ierland en is geautoriseerd door de Financial Regulator (Centrale Bank van Ierland) als een ICBE. Natixis Euro High Income Fund is een compartiment van Natixis International Funds (Lux) I, wat is georganiseerd als een beleggingsmaatschappij met variabel kapitaal onder de wetgeving van het Groothertogdom Luxemburg en wat door de financiële toezichthouder (de CSSF) wordt erkend als ICBE. NGAM SA delegeert investment management aan filialen van NGAM SA.

Details van de risico's verbonden aan de fondsen kan worden gevonden in het document met essentiële beleggersinformatie (KIID) en Prospectus, beschikbaar op onze website ngam.natixis.com/Nederland.

Natixis Global Asset Management is de houdstermaatschappij van een diverse gespecialiseerde investment management en distributie entiteiten wereldwijd. In Nederland: uitgegeven door NGAM, Nederlands filiaal (registratienummer 50774670). Maatschappelijke zetel: World Trade Center Amsterdam, Strawinskylaan 1259, D-Toren, Floor 12, 1077 XX Amsterdam, een tak van NGAM SA, een Luxemburgse beheermaatschappij geautoriseerd en gereguleerd door de CSSF.

ADINT553-0914

DE WERELD HOLT NAAR DE TOEKOMST

FONDSEVENT IN TEKEN VAN TRENDS ALS DIGITALISERING EN DEELECONOMIE

Samenleving en economie veranderen dramatisch. Behalve dat robots veel routinewerk overnemen, zorgen ook internet en de mogelijkheid van goedkope productie voor radicale veranderingen.

TEKST REDACTIE FONDSNIEUWS

Grote bedrijven krijgen het moeilijker om hun winstgevendheid te behouden en kleine 'zolderkamer-ondernemers' zullen zich onderscheiden door innovatiekracht en uitermate goedkope productie. Door de deeleconomie verliest het kapitalisme zijn dominantie, stelt trendwatcher Jeremy Rifkin in zijn boek *The Zero Marginal Cost Society*.

Tegen deze achtergrond vond deze maand de zevende editie van het jaarlijkse Fondsevent plaats, dat bestemd is voor beleggingsprofessionals. De grote trends van dit moment werden in een plenaire sessie toegelicht door ondernemers, wetenschappers en trendwatchers, terwijl assetmanagers 's middag de vraag probeerden te beantwoorden hoe beleggers van deze trends kunnen profiteren.

De sprekers zijn het er unaniem over eens dat er sprake is van een wereldwijde paradigmawisseling ten gevolge van de snelle technologische veranderingen. 'Zo zullen assistentfuncties verdwijnen. Denk aan de assistent-makelaar en de assistent-accountant,' zegt Marjolein ten Hoonte, directeur arbeidsmarkt van Randstad. 'Hun werk is of wordt gedigitaliseerd.



FOTO'S: JOJANDA VAN DER LINDEN

Dat geldt ook voor de klassieke verwarmingsmonteur, die zie je ook niet meer. Hij moet tegenwoordig met computers overweg kunnen en daarnaast controleren of de klant wel het juiste servicecontract heeft.'

Sprinkhanen

Op de vraag of het erg is dat er bepaalde beroepen verdwijnen en de middenklasse gevaar loopt, antwoordt Ten Hoonte: 'Zolang mensen hun welvaarts- en welzijnsniveau kunnen behouden niet. Er komt natuurlijk ook nieuw werk. Het gaat erom hoe flexibel je bent en dat je goed in beeld hebt

waar je goed in bent.'

Beroepen veranderen van aard en inhoud, stelt trendwatcher Farid Tabarki. Het werk van mensen in winkels krijgt veel meer de karakteristieken van die van de hospitality-sector. Dat is een gevolg van het feit dat winkels deels hun verkoopfunctie verliezen, omdat internet het belangrijkste kanaal wordt en de winkel een 'belevingsfunctie' krijgt.

Tabarki onderschrijft de visie van zijn collega Rifkin: door sociale media als Facebook en Twitter is de klant nu ook écht koning. Niet alleen kan hij een product in een handomdraai maken of breken, maar heeft de consu-

ment ook het vermogen om tegelijkertijd ook producent te zijn. Voor financiering ben je niet meer afhankelijk van banken, maar kan crowdfunding uitkomst bieden. Tegelijkertijd kan iedereen gaan ondernemen, dankzij internet, zoals het voorbeeld van Airbnb en Uber laten zien. Het eerste stelt mensen in staat om een kamer of een appartement te (ver)huren tegen een schappelijke prijs en het tweede initiatief maakt dat mensen zelf, dankzij een app, efficiënter gebruik kunnen maken van het autobezit.

Tabarki wijst erop dat het om een tsunami van veranderingen gaat. 'In 2014 is Airbnb al groter dan de hele Hilton-keten, terwijl Airbnb pas drie jaar bestaat.' Volgens hem kunnen ketens als Hilton deze trend slechts het hoofd bieden door 'best buddy' van hun klanten te worden.

De deeleconomie wordt door gevestigde partijen met vijandigheid bejegend. In Duitsland werd Uber door een rechter verboden, terwijl de voorzitter van de taxicentrale zei dat Uber helemaal niet de 'nieuwe economie' is maar de 'oude', namelijk van investeerders als Goldman Sachs en Google. Het zijn volgens hem 'sprinkhanen' die alles kapotmaken. Niek van Leeuwen, CEO van Uber in Nederland, deelt die kritiek niet. 'Er zijn files, in de grote steden is gebrek aan parkeerruimte en de auto's worden in het woon-werkverkeer veelal door slechts één iemand gebruikt. Dat kan efficiënter,' zegt hij.

JE BEKLIMT TOCH GEEN BERG MET ONGEVEER DE JUISTE UITRUSTING.



Precise in a world that isn't.®

DIA Als het op investeringen aankomt, is krijgen wat u wilt essentieel. Daarom ontwikkelden we SPDR® ETFs, met een genereus aanbod aan investeringsmogelijkheden passend bij uw beleggingsstrategie.

Wat het marktsegment ook is, dat is het rendement dat u krijgt. Niets meer. Niets minder.

Neem een kijkje op spdretfsinsights.com

STATE STREET GLOBAL ADVISORS

De DIA is een fonds dat op de beurs verhandelbaar is met als beleggingsdoel de prijs- en rendementsontwikkeling te volgen van de Dow Jones Industrial Average. De aandelen van de DIA vertegenwoordigen belangen van individuele eigendom in de portefeuille van de Trust. De aandelen van de SPDR Dow Jones Industrial Average ETF Trust (DIA) zijn zo ontworpen dat ze continu de voortgang van de Dow Jones Industrial Average Index monitoren. DIA is een trust fonds geregistreerd onder New Yorkse wetgeving en ingeschreven bij de United States Securities Exchange Commission als een investeringsbedrijf onder de Investment Company Act van 1940, als beschreven. ETF's laten zich verhandelen als aandelen. Ze zijn onderhevig aan beleggingsrisico's en fluctueren in waarde. De waarde van de investering kan zowel omlaag als omhoog gaan en de ROI zal daarom wisselend zijn. Veranderingen in wisselkoersen kunnen een negatief effect hebben op de waarde, prijs of inkomen van een investering. Bovendien is er geen garantie dat een ETF haar beleggingsdoel zal behalen. SPDR ETF's zullen soms niet beschikbaar of geschikt voor u zijn. Deze advertentie bevat geen beleggingsadvies, of een aanbod of een vraag om SPDR ETF's aan te schaffen en is uitgegeven door State Street Global Advisors ("SSgA"). SPDR ETF's mogen alleen aangeboden en verkocht worden in de daarvoor geautoriseerde rechtsgebieden, in overeenstemming met de wettelijke voorschriften. U dient een prospectus en essentiële beleggersinformatie, Key Investor Information Documents ("KIIDs"), te verkrijgen en te lezen alvorens u gaat beleggen. Meer informatie en de prospectus/KIIDs over de kenmerken, kosten en risico's van de SPDR ETF's is beschikbaar, voor inwoners van landen waar het verhandelen van SPDR ETF's wettelijk is toegestaan, op www.spdrseurope.com en via uw lokale SSgA kantoor. "SPDR" is een geregistreerd handelsmerk van Standard & Poor's Financial Services LLC ("S&P") en wordt in licentie gegeven door State Street Corporation. Geen enkel financieel product dat wordt aangeboden door State Street Corporation of haar partners wordt gesponsord, ondersteund, verkocht of gepromoot door S&P of haar partners. S&P en haar partners geven geen verklaringen, waarborgen of condities af of het raadzaam is units/aandelen in deze producten te kopen, verkopen of aan te houden. © 2014 State Street Corporation – Alle rechten voorbehouden. IBGE-1154

HIS MASTER'S VOICE SPREEKT

INSPELEN OP BELEGGINGSTRENDS VRAAGT VEEL KENNIS EN ERVARING

Assetmanagers vertellen tijdens Fondsevent hoe je op de grote thema's van dit moment kan inspelen, zoals digitalisering, search for yield, inkomen uit vermogen en regelzuchtige overheid.

TEKST REDACTIE FONDSNIEUWS

HOE SELECTEER JE DE WINNAAR VAN MORGEN

Technologie is 'sexy', en dat is nu juist ook het risico dat dergelijke sector-aandelen bedreigt. Het trekt veel kapitaal, maar ook veel nieuwe concurrenten aan. De innovatie die daarvan het gevolg is, kan bedrijven juist ook uit de markt drukken.

Door de sterke interesse van beleggers in technologieaandelen komt nieuw geld beschikbaar, worden nieuwe producten en applicaties gelanceerd en worden bestaande producten beter en goedkoper. 'Maar,' waarschuwt fondsmanager O'Gorman, 'voor technologie geldt nog sterker dan voor andere sectoren dat het adagium 'the winner takes it all' geldt. Dat betekent dat het essentieel is om als belegger bedrijven te selecteren die barrières tegen potentiële concurrenten weten op te werpen.'

Veel bedrijven zijn hier volgens hem niet toe in staat en verliezen gaandeweg aan toegevoegde waarde en marktpositie, zegt O'Gorman. Hij en zijn team kijken daarom naar de potentie van het bedrijf om organisch te groeien. 'Maar ook beoordelen we of het problemen van klanten oplost, het waarde voor de klant creëert en



of het management ook in de juiste activiteiten investeert.' Volgens hem is de opwerping van barrières niet alleen een kwestie van technologisch vooroplopen, maar ook van schaal-grootte, merk en distributiekracht.

O'Gorman noemt enkele technologiesectoren die hij interessant vindt en waarin hij winnaars selecteert: voor e-commerce is dat Amazon, voor online advertising is dat Google, voor connectiviteit is dat Mediatek en voor papierloos betalen zijn dat bedrijven als MasterCard, ooit opgezet door de bankensector om concurrenten als PayPal buiten de deur te houden.

JAGEN OP RENDEMENT DOE JE WERELDWIJD

Obligatiebeleggen is sinds de uitbraak van de kredietcrisis in 2008 veel moeilijker geworden doordat de rente zo laag is dat de rendementsdoelstellingen veelal niet gehaald kunnen worden.

Het antwoord op die uitdaging is het beleggen in fixed income zonder enige beperking, zegt Simon Foster van UBS Asset Management. Hij wijst erop dat op dit moment met de lage rente veelal niet meer dan 2% rendement wordt behaald op het fixed income-gedeelte van de portefeuille, terwijl beleggers historisch gezien toch op 4 tot 5% rekenen.

Foster: 'Dat kan niet meer met een klassieke, in euro gedenomineerde aanpak. De ECB loopt achter de curve aan. Dat geeft zowel inflatie- als deflatierisico's. Tegelijkertijd zie je toenemende divergentie tussen Europa en de VS. In de VS trekt de economie aan, terwijl in landen als Spanje sprake is van een werkloosheid van wel 25%.'

'Wij zeggen daarom: je moet "unconstrained" beleggen, dat wil zeggen zonder beperkingen. Daarvoor heb je een wereldwijde visie en aanpak nodig,' zegt Foster. Daarnaast

moet je volgens hem ook flexibel zijn, de hele cyclus door. 'De ene keer betekent dat dat je belegt in hoogrentende bedrijfsobligaties, waarvan de spread nog voldoende ruimte biedt om jezelf te beschermen tegen een stijgende rente. De andere keer biedt juist schuld papier uit opkomende landen kansen. Maar let altijd op de liquiditeit!'

Voorts wijst hij erop dat je soms voor harde valuta en dan weer voor lokale valuta moet kiezen. Op basis van dat beleid is in een lage renteomgeving nog altijd een gemiddeld jaarendement mogelijk van 5%, aldus Foster.



SMART BETA ONDER DE MOTORKAP

Smart beta-strategieën zijn vaak beter te omschrijven als 'domme alpha' of 'smart marketing', vertelt Tim Matthews van Schroders. Wat deze strategieën gemeen hebben is dat ze transparant zijn, weg bewegen van de marktgewogen index en erop gericht zijn op de lange termijn waarde toe te voegen en risico te reduceren. 'Het komt voort uit het inzicht dat actief management passief niet outperforms.'

'Waarde' is een van deze begrippen. Het zoeken naar aandelen die veel waarde voor hun geld bieden, is succesvol gebleken. Tegelijk is dit de voedingsbodem voor kritiek op passieve strategieën. Beleggen in een naar markt gewogen index, is eigenlijk 'anti-waarde'beleggen, oordeelt Matthews. Beter is naar zijn oordeel een 'gelijk gewogen' index, waarin alle aandelen even zwaar vertegenwoordigd zijn. Maar ook een index waarbij de gewichten afhankelijk zijn van de lengte van bedrijfsnamen biedt deze outperformance, zegt de fondsmanager.

'Smart beta doorbreekt de link met prijs, maar mikt daarbij op aandelen-specifieke karakteristieken', vervolgt hij. Echter, elke soort van rangschikken op basis van dit soort 'factoren' kan leiden tot concentratie in bepaalde sectoren of landen.



Een belegger die selecteert op waarde moet kijken waarom een aandeel goedkoop is. Wie selecteert op lage volatiliteit moet bijvoorbeeld tevens de liquiditeit in de gaten houden. Zo wees een nadere kijk op deze strategieën uit dat ze beleggers massaal in kleine aandelen dirigeerden die maar beperkte verhandelbaarheid hadden. 'Zouden beleggers hun geld terug willen, dan zou het bijna een jaar tijd kosten om eruit te komen.'

Schroders spreekt van smart beta 2.0 en draait het proces om. Eerst vraagt het beleggers wat de outperformance is waarop gemikt wordt. Vervolgens biedt het Britse huis actief gemanagede fondsen die in verschillende mate van de marktindex afwijken. 'Wil je 1 procentpunt toevoegen, dan zal de zogenaamde "active share" (afwijking van de index) 40 tot 45% moeten zijn. Bij 3 procentpunt wel 75%. Beleggers moeten zich hiervan bewust zijn.'

De factoren die volgens Schroders het meeste rendement genereren zijn waarde en kwaliteit. Om aan ieder aandeel op beide factoren een score toe te kennen, worden tientallen variabelen gebruikt. 'Waarde en kwaliteit werken op verschillende momenten in de cyclus beter', zegt Matthews. 'Op dit moment ligt de nadruk op waarde, een jaar geleden was dat kwaliteit.'

DUURZAAMHEID HEEFT ENORME POTENTIE

Door de toenemende wereldbevolking en de opkomst van de middenklasse in opkomende markten neemt de vraag naar grondstoffen toe. Ook de vraag naar vlees stijgt exponentieel, evenals bijvoorbeeld het aantal auto's. In 2030, zo is de verwachting, is het aantal auto's op de wereld ten opzichte van 2010 verdubbeld.

'Als wij het over duurzaam beleggen hebben, dan hebben wij het over beleggen in bedrijven die oplossin-



gen aandragen,' zegt portfoliomanager Hubert Aarts van Impax Asset Management, onderdeel van BNP Paribas Investment Partners.

Veel van dergelijke bedrijven hebben volgens hem een enorm groeipotentieel, soms ook doordat de wetgever aandringt op het gebruik van oplossingen. Aarts heeft het dan bijvoorbeeld over bedrijven die filters maken om water te zuiveren, bedrijven die schone energie opwekken of iets ontwikkelen waardoor auto's zuiniger gaan rijden. Als voorbeeld van een bedrijf dat het laatste doet, noemt hij het Amerikaanse BorgWarner.

Een ander veelbelovend voorbeeld is volgens hem Huaneng Renewables, dat enorme windturbines bouwt. 'Op veel plekken in China is de lucht enorm verontreinigd, onder meer doordat er nog veel oude kolencentrales staan. Deze stonden eerst buiten de steden, maar doordat die enorm gegroeid zijn, staan ze nu vaak in de bebouwde kom. In het lopende vijfjarenplan staat dat de luchtverontreiniging moeten worden teruggedrongen.'

Wie wil inspelen op de trend naar duurzaamheid, kan dus genoeg bedrijven vinden met een goed groeipotentieel, stelt Aarts. 'Wie duurzaam wil beleggen hoeft zeker geen rendement achter te laten.'

REGELZUCHT ZORGT VOOR INEFFICIENCY

De regelzucht van de overheid neemt sinds de financiële crisis toe en zorgt voor marktinefficiënties waar beleggers van kunnen profiteren, stelt Sandor Steverink, hoofd rente van Delta Lloyd Asset Management.

'Een reactie op de crisis is geweest om met meer regels onzekerheden te verkleinen', stelt hoofd credits Arnold Gast. Dat heeft schijnzekerheid opgeleverd, zegt het tweetal.

Steverink wijst erop dat na de ondergang van de Titanic regels werden opgesteld die passagiersschepen verplichtten meer reddingsboten aan boord te hebben. Kort daarop kapseisde een ander schip, de Eastland, met de dood van 844 opvarenden tot gevolg. Het schip sloeg aan de kade om, omdat het topzwaar was geworden door alle reddingsboten. Dit is exemplarisch voor wat er gebeurt op financiële markten, zegt Steverink ter vergelijking. 'Je hebt een crisissituatie, daarna komen ze met nieuwe regelgeving en hieruit ontstaat inefficiency.'

Hij laat een afbeelding van obligatiespreads van financials zien. Eerst was de spread zelfs voor perpetuums enkele basispunten, maar in de crisis zijn ze uitgelopen en hoog gebleven. 'Nu zijn de obligaties van financials ineens eng.' Ook obligaties met hypotheek als onderpand, ofwel asset backed securities (ABS), raakten uit de gratie. 'Ze hadden de crisis veroorzaakt, maar nu gaat de ECB ze opkopen. Je ziet dat de overheid het soms ook niet weet.'

'Maar hoe profiteer je van dit verkeerd geprijste risico?' vraagt Steverink. 'Voor de regelgever telt alleen of een uitgever investment grade is of niet. Maar in werkelijkheid is het een glijdende schaal. De kans op default is niet nul of één.'

Door te anticiperen op ratingwijzigingen en goed op de voorwaarden van instrumenten te letten, kunnen

beleggers betere inschattingen maken. 'Wij noemen dit "pro-actief" beleggen,' aldus de fondsmanager.

MULTI-ASSET-FONDS ALS PANACEE

Multi-asset-beleggen heeft bestendige rendementen als doel, waarbij het inkomensbestanddeel met het ouder worden van de belegger aan belang wint, zeggen Deutsche Asset & Wealth Management en BlackRock in de masterclass 'Inkomsten genereren met beleggen'.

Markus Müller, hoofd discretionair vermogensbeheer van DeAWM, wijst aan de hand van een staafdiagram op de stijgende jaarlijkse instroom in Europese multi-asset-fondsen. Ten opzichte van 2009 is sprake van een verviervoudiging tot €200 mrd. Dit was niet altijd zo. De financiële crisis gaf de populariteit van multi-asset-fondsen een knauw. 'Veel klanten zaten in benchmark-producten toen de beurs onderuit ging,' aldus Müller.

Het is volgens hem niet terecht om de multi-asset-benadering hiervan de schuld te geven. Het concept van spreiding of diversificatie dat ten grondslag ligt aan multi-asset-portefeuilles blijft overeind, al moet je de onderlinge correlaties tussen beleggingscategorieën goed in de gaten houden. 'Het was niet het multi-asset-concept dat faalde.' Stephen Crocombe, hoofd multi-asset-strategieën bij BlackRock, is het daarmee eens. 'Als correlaties van negatief omslaan in positief, bevind je je in diep water.'

Het preservareren van kapitaal staat evenwel ook in mindere tijden voorop. 'Zeker in deze tijden van lage – en in reële termen zelfs vaak negatieve – rentes, die met obligatie-opkopen door de ECB nog wel even zullen aanhouden,' zegt Müller. Hij toont de fear-engreed-grafiek van de emotionele golfslag variërend van euforie tot depressie waar beleggers doorheen gaan. Europa

verkeert volgens hem in de fase van 'hoop,' in Azië heerst 'optimisme' en in de VS zitten alweer tegen 'euforie' aan.

Bij Deutsche probeert men tegevoet te komen aan de wens van absolute rendementen. Met dynamische overlay-strategieën kan de beheerder verder inspelen op kansen die hij over de hele wereld ziet. Crocombe wijst beleggers er wel op dat het in de tijd glad proberen te strijken van rendementen ook het gevolg heeft dat multi-asset-strategieën in een enorme bullmarkt voor aandelen bijvoorbeeld achter zullen blijven. Veel multi-asset-beleggers doen dit voor de oude dag. Met het naderen van de pensioenleeftijd zullen ze het risico willen afbouwen en moet de portefeuille zorgen voor aanvulling op het inkomen.

LET ALS BELEGGERS OP DE LEVENSFASE

'De impact van de digitale revolutie is enorm, hij gaat steeds sneller,' zegt Dirk-Jan Verzuu van ING Global Opportunities-fonds. Hij spreekt samen met Jack Neele, manager van het Robeco Global Consumer Trends-fonds.

'In 700 voor Christus hadden de Chinezen al een telraam. In 1977 werd de eerste echte pc gelanceerd, door



Apple. In 1984 kwam het internet, sinds 1996 hebben we de cloud, sinds 2001 big data. Facebook kwam in 2004.'

'Tegenwoordig hebben we het over "the Internet of Things": Google heeft al een auto die zelf kan rijden, zonder chauffeur. Daarvoor moet die auto communiceren met verkeersborden en met andere auto's. De verwachting is dat een computer in 2045 de rekenkracht van alle mensen bij elkaar heeft. Dan wordt het dus echt scary.'

Om te profiteren van trends belegt het ING-fonds niet in regio's maar in thema's, die vervolgens weer zijn ingedeeld in subthema's. Digitalisering bevat bijvoorbeeld onder meer de subthema's big data, de digitale consument en cloud computing. 'Binnen de thema's is vooral de levensfase heel belangrijk,' zegt Verzuu. 'Niet alleen voor de vraag hoe je belegt, maar ook voor de prijs die je wilt betalen.' Big data zit bijvoorbeeld tussen de opkomende groei en de adaptiefase in.'

'Zitten bedrijven nog in de groeifase, dan is nog niet duidelijk wie de winnaars zullen zijn. Ik koop dan vaak liever een mandje met verschillende aandelen. Omdat er nog geen winst wordt gemaakt, maar vooruit wordt gelopen op toekomstige winst, betaal je dan wel vaak relatief veel.'

Is een bedrijf volwassen, dan is de groei lager dan het marktgemiddelde. Verzuu: 'Hier hebben wij alleen interesse als er gekocht kan worden tegen een discount. Als bedrijven in verval zijn, dan kopen wij alleen als ze echt spotgoedkoop zijn, maar liever niet.'

Jack Neele van Robeco geeft voorbeelden van bedrijven die niet meebewogen hebben. 'Kodak bijvoorbeeld probeerde zich te verzetten tegen de opkomst van digitale fotografie.' Andere voorbeelden die hij geeft zijn Nokia (mobiele telefoons). Wel veelbelovend zijn Spotify, Airbnb, Uber, Square en Pinterest. Als belegger moet je niet alleen naar de gevestigde orde kijken, maar vooral ook naar de uitdagers. In veel van dergelijke bedrijven kun je echter nog niet beleggen.



VAN ASSET-ALLOCATIE NAAR PORTEFEUILLE

Het vertalen van megatrends naar een klantportefeuille is een uitdaging. James Bateman, hoofd van het multi-asset-team van Fidelity Worldwide Investment, wijst tijdens een presentatie op het Fondsevennt op drie van dergelijke trends: het risico van stijgende looninflatie, toenemende inkomensongelijkheid en vergrijzing. Als je daarop in wilt spelen dan moet je je traditionele asset-allocatie aanpassen en expliciete 'bets' toevoegen, aldus Bateman. In plaats van 50% in de MSCI World-index, steek je 10% van de portefeuille in consumentengoederen om daarmee in te spelen op de groei van de middenklasse in de wereld. Daarnaast kies je met 10% voor dividendbeleggen om demografische veranderingen het hoofd te bieden en probeer je dreigende (loon)inflatie te counteren met inflatielinkers. Tot slot beantwoordt Bateman de vraag hoe je de winnaars van morgen selecteert. Hij pleit in dat verband voor (stockpicking). Eén van de winnaars van morgen is Monsanto, marktleider in agrarische biotech. Dankzij zijn innovatiekracht is het groeipotentieel groot. ■

BEKIJK DE VIDEO-INTERVIEWS MET DE FONDSMANAGERS OP FONDSEVENT.NL

Zouden trends die de wereld veranderen ook uw beleggingen niet moeten veranderen? Pictet Themafondsen.

Asset Management
Wealth Management
Asset Services



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



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

THEMA: EUROZONE



ECB KOOPT ABS OP

De ECB is bereid asset backed securities op te kopen om daarmee zowel de banken als de Europese economie vlot te trekken.

PAGINA 26-27



STRESSTEST NON-EVENT

Banken worden aan een stress-test onderworpen. Beleggers vinden het niet meer dan een noodzakelijk non-event.

PAGINA 28-29

EN VERDER

HUISWERK MOET!

Beleggen in opkomend Europa vraagt om huiswerk.

PAGINA 31

EUROPA STAAT VOOR EEN MIJLPAAL

De eurozone staat aan de vooravond van een muntunie met één toezichthouder. Het onderstreept de ambitie van politici om de eenwording te vervolmaken. Beleggers kijken de kat uit de boom.

TEKST CEES VAN LOTRINGEN

De Europese Unie staat voor een mijlpaal in haar 60-jarige geschiedenis. Deze maand worden ruim 120 systeemrelevante banken in de eurozone onderworpen aan een stresstest. Daarna zal in november het toezicht op de banken onder verantwoordelijkheid komen van één supranationaal orgaan: de Europese Centrale Bank. Daarmee komt de onomkeerbaarheid van de muntunie beslist een stap dichterbij. Een fiscale unie zou het bouwwerk completeren.

De bankenunie alsook het opkoopprogramma van de ECB zijn bedoeld om een nieuwe terugval in het economisch herstel te voorkomen. Het onderstreept hoe ver politici bereid zijn te

gaan om de EU en de muntunie te vervolmaken. Verwacht wordt dat als de stresstest goed verloopt – waar geen professionele belegger aan twijfelt – en de bankenunie de trossen heeft losgeloopt, het vertrouwen terugkeert en de kredietverlening weer op gang komt.

Eerst zien, dan geloven

Dat breed gedragen vertrouwen gaat met inzet van onconventionele wapens. Zo wil de ECB zogenoemde asset backed securities (ABS) opkopen en wordt bovendien een actief rente- en valuta-beleid gevoerd om een depreciatie van de euro af te dwingen. Assetmanagers hebben voor de langere termijn veel vertrouwen in. Sinds de euro in mei een record van \$ 1,40 bereikte, glijdt de eenheidsmunt af. Nu staat de euro rond de \$ 1,26 en banken verwachten dat de glijvlucht nog maandenlang zal doorzetten. Deutsche Bank denkt aan een eurokoers van 95 dollarcent in 2017.

Voor assetmanagers is dat geen reden somber over de eurozone te zijn. Integendeel, zij wijzen erop dat het herstel uit de recessie in Europa langer duurt dan in de VS, maar dat de kredietverlening aan bedrijven al duidelijk herstel laat zien. Beleggingsstrategen denken dat Europese aandelen nu juist vanwege de lage waarderingen aantrekkelijk zijn om te kopen. De MSCI Europe presteerde (tot 18 september) slechts 4,99% rendement, tegen meer dan 15% voor de MSCI USA.

De lagere waardering voor Europese aandelen tegenover Amerikaanse is

KOERSPOTENTIEEL EUROPESE AANDELEN HOGER DAN VAN AMERIKAANSE

nu nog gerechtvaardigd, omdat de VS verder zijn in de conjunctuurencyclus met hogere winstcijfers. Maar Lars Dijkstra, chief investment officer van Kempen Capital Management, zegt dat als de angst voor een hernieuwde recessie en voor deflatie in de eurozone afneemt de koers-winstverhoudingen van Europese aandelen kunnen stijgen. Dijkstra denkt als velen van zijn vakbroeders dat Europese aandelen op de langere termijn meer koerspotentieel hebben dan Amerikaanse. Maar op dit moment nemen veel assetmanagers nog het zekere voor het onzekere: uit de september-peiling van Alpha Research onder vijftig van hen is de overweging naar Europese aandelen gedaald van 65 naar 54,3%. Eerst de stresstest en het effect van het monetair verruimingsbeleid zien en dan geloven, luidt het adagium. ■

CEES VAN LOTRINGEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

SYSTEMEBANKEN OP WEG NAAR NORMALITEIT

STRESSTEST IS OPMAAT TOT ÉÉN TOEZICHTHOUDER VOOR DE SECTOR

De stresstest voor banken eind deze maand zal voor grote beursgenoteerde banken geen problemen opleveren. Wel zal deze ECB-test het vertrouwen in de financiële sector weer wat verder opvijzelen. Fondsmanagers hebben echter niet al te hoge verwachtingen van Europese banken.

TEKST FRANK VAN ALPHEN

Analisten die de bankensector op de voet volgen, verwachten eind deze maand geen vuurwerk. 'De uitkomst van de stresstest is een non-event', zegt Joost de Graaf, portfolio-manager bij Kempen Capital Management. 'Er komen geen schokkende nieuwe feiten boven water', stelt Patrick Lemmens, portfolio-manager van het Robeco New World Financials Equity-fonds. 'Alle grote banken hebben voldoende vet op de botten om te slagen voor de test', meent Paul Vrouwes, fondsmanager van het ING Financials Fund.

Dat wil niet zeggen dat de Asset Quality Review van de ECB zonder betekenis is. 'Grote banken hebben de afgelopen kwartalen van alles gedaan om straks te slagen voor die test. Sommige bankiers moesten naar Frankfurt komen om uit te leggen waarom ze

afwijken van een bepaald gemiddelde', zegt Lemmens.

Sommige banken zoals Deutsche Bank hebben aangeklopt bij de aandeelhouders om vers kapitaal op te halen. Verder hebben banken dividend ingehouden om het eigen vermogen te spekken. Andere instellingen hebben onderdelen verkocht en risico afgebouwd om hun balans op orde te krijgen. Lemmens vergelijkt het met een goede voorbereiding op je autorijexamen. 'Je doet van tevoren een paar proefexamens. Dan ben je vrijwel zeker dat je slaagt.'

De analisten sluiten desalniettemin niet uit dat er een paar kleinere banken zakken voor het examen, zoals onlangs een Oostenrijkse bank. 'Misschien dat een kleine bank in Portugal of Griekenland niet ongeschonden door de test komt. Het versterkt het vertrouwen van het publiek in de stresstest, maar heeft geen grote gevolgen voor de bankensector', zegt Vrouwes.

Goedkoop geld

De stresstest markeert de overgang naar de bankenunie: de ECB wordt

hoofdtoezichthouder in het kader van het EU-beleid om banken op Europees niveau in de gaten te houden. 'Er is de ECB veel aan gelegen streng te testen', zegt Lemmens. 'Dit is de laatste stresstest vóór banken gaan vallen onder het toezicht van de ECB. De ECB kan het zich niet veroorloven steken te laten vallen.'

Volgens de Joost de Graaf en Heinie Hakker van Kempen Capital Management komt de ECB meer en meer in een spagaat doordat de centrale bank twee doelen nastreeft. 'Aan de ene kant moet de ECB de strenge Europese toezichthouder zijn en aan de andere kant is er de monetaire functie. De ECB probeert met goedkoop geld de economie te stimuleren. Dat veroorzaakt spanning. Streng

toezicht staat haaks op een ruimhartiger kredietbeleid', zegt Hakker.

Banken lijken vooralsnog weinig interesse te hebben in nog meer goedkope funding. Ze hebben in de laatste ronde met goedkoop ECB-geld (TLTRO) niet massaal toegehaapt. 'Ze moeten het geld ook weer kwijt kunnen. Als er nauwelijks vraag is naar krediet, kan een bank daar weinig aan veranderen', aldus Hakker.

Niet brandschoon

Er zijn uitzonderingen, weet Lemmens. 'UniCredit is in Italië de boer op gegaan met goedkope kredieten voor het mkb. De boodschap was: wij krijgen geld tegen een lage rente van de ECB en daar kunt u nu ook van profiteren. Een groot deel van het ECB-geld was al uitgezet. Het toont aan dat banken zelf de vraag kunnen stimuleren', zegt Lemmens.

In vergelijking met de VS heeft het in Europa jaren langer geduurd voordat de bankensector weer op orde was. 'In de VS was het een stuk eenvoudiger te organiseren. Daar was al één toezichthouder. Daar was het

'DE STRESSTEST VERSTERKT HET VERTROUWEN, MAAR IS AU FOND EEN NON-EVENT'



mogelijk de leiders van de grote banken bij elkaar te roepen en afspraken te maken. In Europa zat je met verschillende toezichthouders, munten en overheden,' zegt Vrouwes.

De bankexperts verwachten dat de stresstest zal helpen banken weer te gaan zien als een normale sector. 'Er zijn nog steeds beleggers die Europese banken mijden omdat ze die zien als een risicovolle sector. Ze zijn meestal onderwogen in banken. Na de test zullen ze wellicht gaan bijkopen,' zegt Vrouwes.

Een goed rapport van de ECB wil niet zeggen dat het hele Europese bankwezen brandschoon is. 'Er blijven een paar grote rechtszaken of schikkingen boven de markt hangen,' zegt Vrouwes. 'De hoge boetes die banken moeten ophoesten, kunnen het eigen vermogen flink verlagen.' De ECB mag vanaf november boetes opleggen ter hoogte van 10% van de omzet van de bank.

Beleggers hebben meer over voor Amerikaanse dan voor Europese banken. 'De verklaring is de verwachting dat de winstgevendheid in Europa achterblijft bij de VS,' zegt Hakker. De

Amerikaans bankensector is bovendien makkelijker te overzien dan de situatie in Europa. De Graaf: 'In de VS is de bankensector veel homogener. In Europa zijn de verschillen per regio erg groot. In Scandinavië zijn de banken bijvoorbeeld goed gekapitaliseerd en betalen ze een goed dividend uit. Ook in de Benelux is het bankwezen redelijk gezond. Duitsland heeft daarentegen een zwak bankstelsel en weinig banken die beursgenoteerd zijn.'

Omdat Europese banken rekening moeten houden met aanhoudend lage groei heeft Lemmens als belegger weinig interesse in grote Europese banken. 'De combinatie lage groei en lage rente beperkt de verdien capaciteit van banken. Ons fonds is flink on-

'BELEGGER HEEFT MEER OVER VOOR AMERIKAANSE BANKEN DAN VOOR EUROPESE'

derwogen in banken. In de benchmark zijn banken goed voor 40%. Wij komen niet verder dan 20%. En dan beleggen we vooral in banken in landen zoals Indonesië, Thailand en Mexico.'

Empire builders

Toch zijn er in Europa wel aantrekkelijke banken te vinden, volgens Lemmens. 'We zijn op zoek naar banken die goed presteren in een bepaald markt(segment), zoals private banking of emerging markets. Wij hebben bijvoorbeeld KBC, National Bank of Greece, Julius Baer en BBVA in portefeuille.'

In opkomende markten is het voor banken een stuk eenvoudiger om flink te groeien omdat nog lang niet iedereen een creditcard of beleggingsrekening heeft. Europese banken die deels actief zijn in opkomende markten hebben daarom een streepje voor. 'Een Franse bank die bijvoorbeeld ook aanwezig is in Midden- en Oost-Europa groeit nauwelijks op de thuismarkt, maar wel in andere landen met een opkomende

middenklasse,' aldus Vrouwes.

Kempen waarschuwt wel voor Franse banken die al te enthousiast op overnamepad gaan. De Graaf: 'Franse banken zijn vaak "empire builders." Zo heeft BNP Paribas de Poolse activiteiten van Rabobank overgenomen. Zodra banken gaan uitbreiden door middel van overnames is het de vraag of er nog geld overblijft voor de aandeelhouders. En of er niet te veel wordt betaald voor de gekochte banken.'

Lemmens belegt met zijn fonds in de financiële sector in de breedste zin van het woord. Een van de thema's van het fonds is 'digital finance.' Denk aan IT-bedrijven die banken helpen bij betalingsverkeer, beveiliging en informatiesystemen. 'Indirect profiteren die ondernemingen van het strengere toezicht,' zegt Lemmens. 'Voorheen had een bank een paar weken de tijd om te rapporteren aan de toezichthouder. Nu eist de ECB dat de cijfers al na een paar dagen in een bepaald format beschikbaar zijn. Dat stelt hoge eisen aan de interne systemen. Daar hebben banken de afgelopen tijd veel in geïnvesteerd.'

Hoewel het Robeco-fonds van Lemmens flink afwijkt van de index lag het rendement de eerste drie kwartalen dicht in de buurt van het Morningstar-gemiddelde voor financiële fondsen (9,4%). De financiële sector deed het met name goed vanwege het herstel van Spaanse banken.

Het ING Financials Fund van Vrouwes bleef 2,5 procentpunt achter bij het sectorgemiddelde.

'We hebben een slecht jaar tot nu toe,' beaamt Vrouwes. 'We bleven te lang in banken in Noord-Europa zitten en hebben minder geprofiteerd van het herstel van Spaanse banken.' Verder belegde het fonds in Sberbank. Deze Russische bank heeft zwaar te lijden onder de internationale sancties tegen Rusland. ■

FRANK VAN ALPHEN IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.

MEEPROFITEREN VAN DE GULLE HAND VAN 'SUPER MARIO'

BELEGGERS SPELEN IN OP HET OPKOOPPROGRAMMA EN DALENDE SPREADS

De opkoopoperaties van de Europese Centrale Bank leiden tot een daling van de risico-opslagen op ABS en pandbrieven. Maar niet alleen obligaties met onderpand profiteren.

TEKST JEROEN BOOGAARD

President Mario Draghi (bijgenaamd 'Super Mario') van de Europese Centrale Bank komt eindelijk tegemoet aan de roep in de markt om onconventionele maatregelen. Dit kwartaal begint de ECB met het opkopen van gebundelde bedrijfs- en hypotheekleningen (zogenoemde 'asset backed securities', ABS) en pandbrieven ('covered bonds'), om de lage inflatie en economische groei in de eurozone aan te wakkeren. 'Met het opkoopprogramma wil de ECB de balans vergroten, wat de rente verder drukt en de euro verzwakt', zegt Jan Willem de Moor, portfoliomanager van het Robeco Financial Institutions Bonds-fonds. 'Daarnaast moeten de aankopen het makkelijker maken om de kredietverlening aan het midden- en kleinbedrijf op gang te brengen.'

De impact is volgens hem echter het grootst als banken daadwerkelijk in staat zijn om leningen helemaal van de balans te halen, dus wanneer de ECB niet alleen senior tranches van ABS opkoopt maar ook het meer risicovolle, zogenoemde mezzanine gedeelte. Hierdoor zou kapi-



taal vrijkomen bij de banken en meer ruimte ontstaan voor kredietverlening. 'Aan financiering is geen gebrek, nu de banken al heel goedkoop geld kunnen lenen bij de ECB. Het probleem is echt de te grote bankbalansen in Europa.'

De ECB wil echter zo weinig mogelijk kredietrisico nemen, waardoor het de vraag is of ze ook de mezzanine leningen gaat opkopen. Waarschijnlijk doet de bank dit alleen wanneer er garanties van overheden of Europese instellingen zoals de Europese Investeringsbank tegenover staan. Het valt volgens De Moor dan ook nog te bezien of de ECB de ABS-markt, die na de krie-

dietscrisis flink is ingezakt, weer nieuw leven kan inblazen. 'De ECB heeft al twee keer eerder pandbrieven opgekocht en op die wijze de markt weer op gang geholpen. ABS worden echter pas aantrekkelijk voor grote beleggers zoals

'HET PROBLEEM IS NIET BESCHIKBAAR GELD, MAAR DE TE GROTE BALANSEN VAN DE BANKEN'

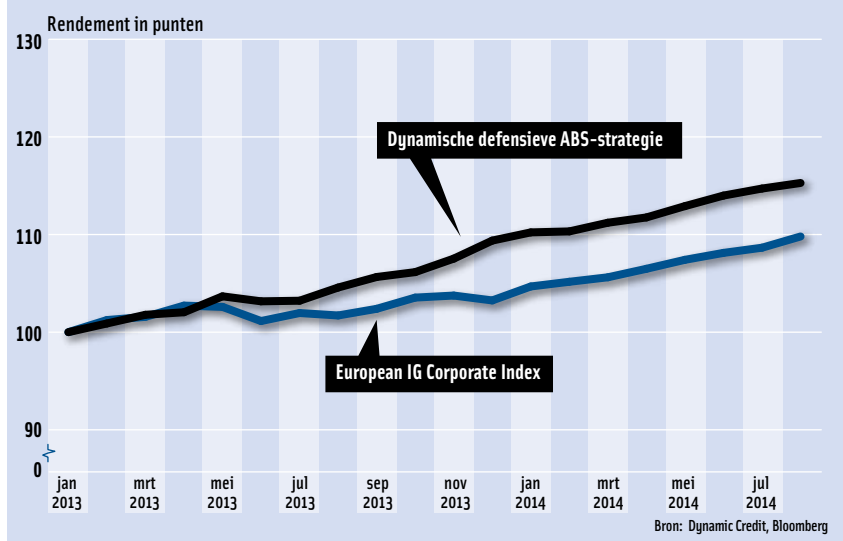
banken en verzekeraars indien ook de regelgeving verandert. Voor verzekeraars is het kapitaalbeslag voor ABS bijvoorbeeld veel hoger dan voor pandbrieven. Als het aan de ECB ligt wordt de regelgeving aangepast, maar dat kan nog even duren', zo tempert De Moor de verwachtingen.

'Het is belangrijk dat de krimp van de ABS-markt tot staan wordt gebracht, want het gaat hier om een belangrijke financieringsbron voor de banken. Of het aantal ABS-emissies weer zal toenemen, hangt echter ook af van de omvang van het opkoopprogramma' zegt Yidan Chen, senior analist bij de in ABS gespecialiseerde vermogensbeheerder Dynamic Credit. De markt gaat volgens haar uit van een omvang van enkele honderden miljarden euro's. Chen benadrukt eveneens het belang dat de ECB naast senior tranches ook mezzanine obligaties gaat opkopen. 'Senior leningen zijn kredietwaardiger en interessanter voor een potentieel grote groep beleggers. Daarentegen zijn mezzanine leningen voor de banken veel lastiger te plaatsen vanwege de hogere risico's.'

Daling risico-opslagen

Beleggers speculeren al geruime tijd op een opkoopprogramma van de ECB. Dit heeft ervoor gezorgd dat de risico-

Relatieve outperformance ABS versus Europese Investment Grades (IG)



opslagen op ABS de afgelopen maanden al sterk zijn gedaald tot nog maar 73 basispunten boven staatsobligaties. Volgens Barclays is dat het laagste niveau in zeven jaar. 'Zodra bekend is welk type leningen de ECB gaat opkopen, zullen de spreads in deze segmenten waarschijnlijk nog verder dalen. Maar mijn gevoel is dat er de laatste weken al veel is ingeprijsd. We hebben al een goede rally gezien in het senior segment, maar ook in sommige delen van de risicovolere mezzanine tranches. Vooral ABS uit perifere landen zijn al sterk opgelopen,' zegt Chen.

De yields op ABS lopen volgens haar momenteel uiteen van 1% tot 2-3% voor de senior leningen en van 3-5% voor de mezzanine tranches. 'Institutionele beleggers richten zich vooral op het senior papier met de hoogste kredietwaardigheid met yields tussen de 1 en 2%. Hier is de kredietwaardigheid net zo sterk zo niet beter dan van investment grade bedrijfsobligaties,' aldus Chen. Bij mezzanine ligt de kredietwaardigheid tussen investment grade en high yield bedrijfsobligaties in. Helemaal onderaan de ladder staan de junior tranches, zonder onderpand. Die zijn vergelijkbaar met high yield en bieden rendementen van 4 tot 6%, zo legt Chen uit. Aangezien ABS bijna altijd een variabele coupon hebben, is er ook een veel betere be-

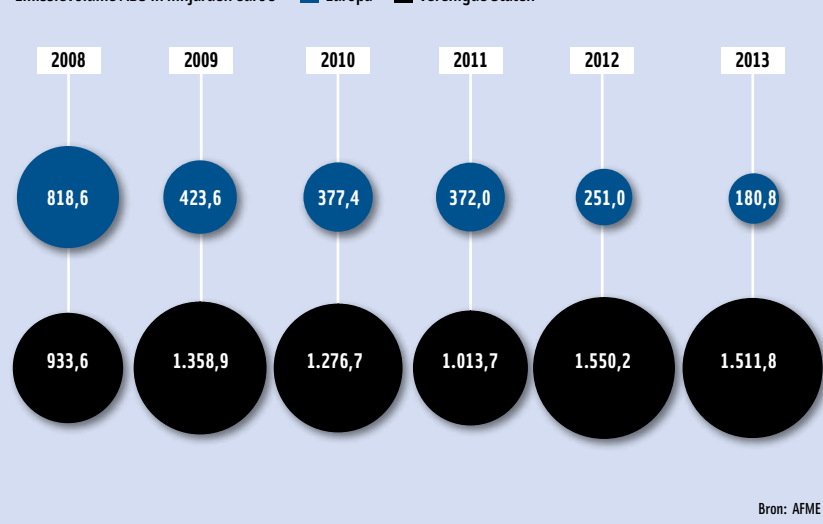
scherming tegen een rentestijging dan bij bedrijfsobligaties met vaste rentecoupons. Zo bezien is het een interessante categorie voor beleggers. 'Je kunt met senior ABS-leningen een extra rendement pakken ten opzichte van investment grade bedrijfsobligaties, met een lagere rentegevoeligheid en meer zekerheid in de vorm van een onderpand,' zegt Chen.

Volgens De Moor zijn de risico-opslagen op pandbrieven ook al geruime tijd aan het dalen. Vanaf de aankondiging op 4 september dat de ECB ook covered bonds gaat opkopen, is de spread verder ingekomen van 45 basispunten naar 35 basispunten. 'Hoewel de kredietvergoeding daarmee laag is, zijn de risico's ook zeer beperkt. Beleggers hebben ten eerste een claim op de bank en als die niet zou kunnen betalen dan is er nog steeds het onderpand op meestal een pool van hypotheek. Het moet wel heel gek lopen, wil je je geld niet terugkrijgen,' zegt De Moor.

De reden dat de ECB naast ABS ook pandbrieven gaat opkopen, is volgens hem dat het anders te lang zou duren eer de balans richting de gewenste omvang zou groeien. Door de opkoopoperaties wordt de gehele bankfinanciering goedkoper. De Moor: 'Niet alleen de spread op pandbrieven is gedaald, die op senior bankleningen ook. Beleggers

Europese ABS-markt krimpt door crisis

Emissievolume ABS in miljarden euro's



krijgen nog maar zo weinig vergoeding op pandbrieven dat ze wat meer risico nemen en senior papier kopen. Je hebt dan weliswaar geen onderpand meer, maar daar staat een wat hogere spread tegenover.'

Meer risico nemen

Robeco Financial Institutions Bonds belegt voornamelijk in euro's gedenomineerde achtergestelde investment grade obligaties van financiële dienstverleners. 'De risico-opslagen op achtergesteld papier zijn nauwelijks ingekomen en de afgelopen weken zelfs wat verruimd. Wij verwachten dat in deze huidige lage rente-omgeving, met ook vrij lage spreads op pandbrieven en senior bankleningen, beleggers gedwongen zijn om steeds meer risico te nemen en uiteindelijk ook achtergesteld bankpapier gaan kopen,' zegt De Moor. Hier is volgens hem nog een goede yield op

te verdienen van momenteel gemiddeld 3%, bij een looptijd van iets minder dan vijf jaar. Dat steekt nog altijd gunstig af bij de karige yield van 0,12% op vijfjarige Duitse staatsobligaties.

Ook Chen ziet neveneffecten van de maatregelen van Draghi. 'Als het aanbod van ABS niet toeneemt, kunnen beleggers hun aandacht wel eens gaan verleggen naar andere delen van de markt voor bankleningen waar de ECB zich niet op richt en waar de spreads nog niet sterk zijn gedaald.' Het potentieel voor een verdere daling van de risico-opslagen op pandbrieven is volgens De Moor sowieso beperkt, gezien de spread van 17 basispunten voor de kredietcrisis. Niettemin zijn de vooruitzichten voor zowel obligaties met onderpand als bankleningen positief. 'Het wordt goedkoper voor banken om geld op te halen en als de ECB erin slaagt om ook ABS-leningen op te kopen dan zullen ook de kapitaalratio's van banken verbeteren. Naast deze fundamentele redenen zal de zoektocht naar rendement nog verder intensiveren omdat de onderliggende staatsobligatierente alleen maar lager wordt. Hierdoor kunnen de spreads over de gehele linie verder dalen,' zegt De Moor. ■

'DOOR DE TE LAGE RENTE WORDEN BELEGGERS GEDWONGEN MEER RISICO TE NEMEN'

JEROEN BOOGAARD IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.

U staat als klant centraal

(Dat is onze tweede natuur)

De Vanguard Group Inc. bracht in 1976 het eerste indexfonds op de markt en is thans één van de grootste vermogensbeheerders voor particuliere en institutionele beleggers ter wereld.

We hebben de afgelopen 35 jaar een degelijke reputatie als expert in indexfondsen opgebouwd. Waarom neemt u de proef niet op de som? Informeer eens wat onze indexexpertise voor u kan betekenen.

vanguard.nl
020 - 575 2580

Experience the Vanguard difference.



Vanguard

OPKOMEND EUROPA-FONDSEN DRAGEN DE RODE LANTAARN

DREIGENDE RECESSIE IN RUSLAND DUWT REGIOFONDSEN DIEP IN DE MIN

Aandelenfondsen die beleggen in 'opkomend Europa' beleven een moeizaam jaar. De drie fondsen in de FN Universe, de database van Fondsnieuws, staan year-to-date op een flinke min.

TEKST HARM LUTTIKHEDDE

Russische aandelenfondsen zijn de grote verliezers in de FN Universe, de database van Fondsnieuws met de meest bemiddelde beleggingsfondsen in Nederland. Dat komt doordat het land ten gevolge van de sancties dreigt af te glijden in een recessie. De zes Russische aandelenfondsen staan dit jaar op negatieve rendementen van zo'n 10% tot ruim 22%.

De opkomend Europa-fondsen houden de schade aanzienlijk beperkter. Dat terwijl bijna alle 'gewone' Europese aandelenfondsen in de plus staan. Wat is daarvoor de verklaring? De belangrijkste reden is dat opkomend Europa-fondsen niet alleen in Oost-Europa beleggen, maar ook in landen uit de voormalige Sovjet-Unie, Noord-Afrika en het Midden-Oosten. Zelfs landen als het Verenigd Koninkrijk en de VS worden niet per definitie uitgesloten.

Opmerkelijke landen die voorkomen in de beleggingsportefeuilles van ING IM, Schroders en BlackRock zijn onder meer Griekenland, Georgië, Ka-



FOTO: HOLLANDESE HOOGTE

(peildatum 7 oktober 2014)

Bron: VVD Group

Top 5 Opkomend Europa-fondsen

1. BlackRock Emerging Europe Fund	- 4,99%
2. Schroders Emerging Europe	- 6,16%
3. ING Emerging Europe Fund	- 7,53%
4. HSBC Russia Equity	-10,27%
5. iShares MSCI Russia ETF	-14,42%

IN OPKOMEND EUROPA-FONDSEN KOMEN DE MEEST EXOTISCHE LANDEN VOOR

zachstan, de Verenigde Arabische Emiraten, Egypte en Turkmenistan.

De twee veruit belangrijkste opkomend Europa-landen zijn echter Rusland en Turkije. In de benchmark van de drie fondsen, de MSCI EM Europe, zijn ze goed voor een gewicht van respectievelijk 50,2% en 18,8%. Zowel ING

IM, Schroders als BlackRock is met zijn fondsen onderwogen in Rusland.

Een ander kenmerk van opkomend Europa-fondsen is dat ze een sterke sectorconcentratie hebben. Zo'n twee derde van het vermogen wordt belegd in de energie- en financiële dienstensector. De exposure naar de IT- en gezondheidszorgsector is nihil.

Gazprom

Namen die bij elk van de fondsen in de top-10 van grootste posities terugkeren, zijn Gazprom en Magnit, een keten van kleine supermarkten in Rusland. Gazprom wordt door alle drie de fondsmangers overigens onderwogen.

Lukoil, een andere Russische energiereus, wordt door ING IM en Schroders juist overwogen. In beide fondsen heeft het oliebedrijf een gewicht van circa 10%. In het Emerging Europe-fonds van BlackRock komt Lukoil niet in de top-10 voor; daar is Tukiye Garanti Bankasi de grootste deelneming.

Aangezien allocatie naar Rusland zo groot is bij Emerging Europe-fondsen is de top-5 aangevuld met de twee Russische aandelenfondsen met het kleinste verlies sinds de start van dit jaar. ■

HARM LUTTIKHEDDE IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.



Duitse precisie loont.

U kunt vertrouwen op onze wereldwijde expertise op het gebied van bedrijfsobligaties.

Veel obligatiebeleggers streven naar een goed rendement met een beperkt risico. Veel beleggers vinden bedrijfsobligaties gunstig in de huidige wereldwijde economische situatie. Daarbij is het de kunst om de juiste obligaties te selecteren. Het kiezen uit de grote hoeveelheid mogelijkheden vereist diepgaande expertise en een gestructureerd beleggingsbeleid met de nauwkeurigheid van een uurwerk: Duitse precisie loont.

Ons team van zestig obligatiespecialisten analyseert wereldwijd 1.200 ondernemingen om de meest aantrekkelijke bedrijfsobligaties te selecteren. Dit komt onder andere terug in de volgende fondsen:

Deutsche Invest I Euro Corporate Bonds *****

Deutsche Invest I Emerging Markets Corporates ****

DWS Covered Bond Fund

Passion to Perform



Belangrijke informatie

¹ Deutsche Asset & Wealth Management (Deutsche AWM) vertegenwoordigt de asset- en wealth managementactiviteiten van Deutsche Bank AG en aanverwante entiteiten. Klanten zullen verschillende producten en diensten van Deutsche AWM aangeboden krijgen vanuit een of meer verschillende juridische entiteiten welke kenbaar worden gemaakt aan de klanten voordat tot het sluiten van contracten, overeenkomsten of aanbieden van materialen wordt overgegaan. In Nederland worden de producten van Deutsche AWM aangeboden door Deutsche Bank AG Amsterdam Branch. Deutsche AWM maakt deel uit van de Deutsche Bank Group. Deutsche Bank AG Amsterdam Branch en de genoemde beleggingsfondsen zijn geregistreerd bij de AFM (Autoriteit Financiële Markten) te Amsterdam. Loop geen onnodig risico. Lees de Essentiële Beleggersinformatie. Deze is te vinden op deutscheAWM.com. De waarde is afhankelijk van ontwikkelingen op de financiële markten en kan als gevolg van het beleggingsbeleid sterk fluctueren. © 2014 Deutsche Asset & Wealth Management. Alle rechten voorbehouden.

* Bron: Morningstar, Inc. per: eind juli 2014

© [2014] Morningstar. Alle rechten voorbehouden. De informatie, gegevens, analyses en meningen („Informatie“) hierin (1) bevatten vertrouwelijke informatie die het eigendom van Morningstar zijn (2) mag niet worden gekopieerd of verdeeld (3), vormen geen beleggingsadvies, (4) worden uitsluitend gebruikt voor informatieve doeleinden (5), zijn niet gegarandeerd volledig, nauwkeurig of tijdige en (6) zijn afkomstig uit het fonds gepubliceerde gegevens op diverse data. De informatie wordt u aangeboden geheel op eigen risico. Morningstar is niet verantwoordelijk voor de beslissingen, schade of andere verliezen met betrekking tot de informatie of het gebruik ervan.