

# fondsNIEUWS

THEMA  
EUROPESE AANDELEN

APRIL 2013

WWW.FONDSNIEUWS.NL

## 'DE CENTRALE BANK VOEDT SPECULATIE'

DE VISIE VAN BELEGGINGSGOEROE JEREMY GRANTHAM

PAGINA 4-7

BEST OF BOTH WORLDS: CONVERTIBLES PAGINA 10-11

JAPAN LOOPT OP STEROÏDE PAGINA 12-13

DISCUSSIE: DE TOEKOMST VAN ADVIES PAGINA 14-15

## HEBBEN UW LIQUIDITEITEN EEN TOEKOMST?

Carmignac Capital Plus is een multi-asset fonds dat streeft naar een jaarrendement dat 2% hoger ligt dan de Eonia bij een beleggingshorizon van ten minste twee jaar: uw liquiditeiten hebben een goede toekomst.



Carmignac Capital Plus is een compartiment van de Luxemburgse SICAV Carmignac Portfolio. De ICBE biedt geen kapitaalgarantie en de aanbevolen minimale beleggingstermijn is 2 jaar. De referentie-indicator is de gekapitaliseerde EONIA. Voor meer informatie over de kosten en risico's kunt u het Key Investor Information Document van de ICBE raadplegen. Het KIID en het prospectus van dit fonds zijn beschikbaar bij Carmignac Gestion en op de website [www.carmignac.nl](http://www.carmignac.nl)

Carmignac Gestion Luxembourg - RC Luxembourg B 67 549 - 65 bd Grande-Duchesse Charlotte L-1331 - Tel : (+352) 46 70 60 1

CARMIGNAC  CAPITAL PLUS

### VOORWOORD

Jeremy Grantham behoort tot de meest uitgesproken en succesvolle beleggers van de laatste decennia. Hij en het door hem opgerichte bedrijf GMO zijn succesvol in het voorspellen van bubbels, simpelweg omdat zij van de ijzeren wet uitgaan dat waarderingen altijd weer terugkeren naar het zevenjaarsgemiddelde. Interessant is dat Grantham ook van mening is dat particuliere beleggers niet onder hoeven te doen voor professionals, die volgens hem alleen maar bezig zijn met hun eigen loopbaan en uiteindelijk altijd de markt zullen volgen uit angst dat hun carrière in de knop breekt. Maar, waarschuwt Grantham: wie ervoor kiest zelf te beleggen moet wel weten wat hij doet. Wie zich door de massa laat verleiden of intimideren, kan het beleggen beter aan anderen overlaten. De opvatting van Jeremy Grantham is interessant nu Nederland op het punt staat een provisieverbod op te leggen. Dit zal de kosten van advies verhogen en veel particuliere beleggers doen overstappen naar 'execution only', zo is de verwachting van de banken in een rondetafeldiscussie over de toekomst van het advies die Fondsnieuws recentelijk heeft georganiseerd. Het is de vraag of klanten daarmee beter af zijn. Beleggen of sparen voor later is een taak die veel kennis, geduld en focus vraagt. Banken worstelen ermee, niet alleen omdat het hun verdienmodel kan ondergraven, maar ook omdat execution only een andere tak van sport is, waarin het om een combinatie van duiding, self service en ict gaat. Dat is een terrein waar de transactie niet meer een doel, maar een middel is. Voor banken een andere wereld.

Cees van Lotringen

HOOFDREDACTEUR FONDSNIEUWS  
CEES.VANLOTRINGEN@FONDSNIEUWS.NL



### DUTCH VIEW: FOCUS OP EM DEBT

Dutch View richt de schijnwerpers dit keer op schuld-papier van opkomende landen: een interessante asset class, maar niet zonder risico's. Drie fondshuizen belichten de kansen en risico's van deze deelmarkt.

PAGINA 18-19



### THEMA: EUROPESE AANDELEN

Europes aandelen: zijn ze ondergewaardeerd of gezien de politieke risico's juist niet? En als je toch in Europese aandelen wilt beleggen, waar moet je dan op letten en welke sectoren en landen moet je mijden?

PAGINA 24-31

### EN VERDER

#### CONVERTIBLES: HET BESTE VAN TWEE WERELDEN

Voor beleggers die hoogtevrees krijgen van aandelen, bieden converteerbare obligaties een alternatief

PAGINA 10-11

#### RONDETAFLDISCUSSIE OVER TOEKOMST ADVIES

Gesprek over het provisieverbod en de gevolgen voor het advies en de klant

PAGINA 14-15

### RUBRIEKEN

FAVORIETE GRAFIEKEN ..... 9  
PRODUCTPANEL ..... 17

### FONDSNIEUWS

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

### COLOFON

HOOFDREDACTEUR FONDSNIEUWS CEES VAN LOTRINGEN ONTWERP ANTOINE HAMERS VORMGEVING TINEKE ENGELBRACHT BEELDBEWERKING BINH TRAN AAN DEZE SPECIAL WERKTEN MEE FRANK VAN ALPHEN, JEROEN BOOGAARD, HARRY GEELS, TIBBE HOEKSTRA, JAN VAN DE LAAR, CEES VAN LOTRINGEN, HARM LUTTIKHEDDE, BARBARA NIEUWENHUIJSEN, KIM RAAD, MIRANDA SCHOUTSEN SALES THIJS PESSERS (PESSERS@FDMEDIAGROEP.NL) CONTACT REDACTIE@FONDSNIEUWS.NL

# 'CENTRALE BANK ZET BEWUST AAN TOT SPECULATIE'

## DE VISIE VAN BELEGGINGSGOEROE JEREMY GRANTHAM

Centrale banken als de Federal Reserve zetten met hun kwantitatieve verruiming beleggers willen en wetens aan tot speculatie, waarschuwt waardebelegger Jeremy Grantham. Hij adviseert hoogste waakzaamheid.

TEKST CEES VAN LOTRINGEN

In de wereld van het grote geld is Jeremy Grantham een icoon. Beleggers hangen aan zijn lippen, want wat de Brit zegt snijdt vrijwel altijd hout. Grantham, die de 'G' vertegenwoordigt in de mede door hem opgezette Amerikaanse institutionele waardebelegger GMO (Grantham, Mayo & Van Otterloo) kijkt zeven jaar vooruit met voorspellingen die vrijwel altijd accuraat blijken te zijn.

GMO doet die voorspellingen op basis van enkele simpele stelregels: winstmarges en koers-winstverhoudingen keren altijd terug naar een evenwichtswaarde – dat is wat hij 'reversion to the means' noemt. Sinds 1994 stelt GMO elke maand zijn ze-

venjaarsvoorspellingen op en maakt die beschikbaar voor zijn klanten. Ze zijn zonder uitzondering accuraat, zegt Grantham tijdens een gesprek in Amsterdam. 'Deze inschattingen zijn geen proefschriften. Het gaat er gewoon om dat je je niets aantrekt van de markt, dat je simpele ratio's uitwerkt en dat je veel geduld betracht.'

### Mijd de doeners

Volgens Grantham zijn deze voorspellingen gebaseerd op een robuuste, maar simpele methode. 'De voorspellingen zijn relatief eenvoudig te maken, maar het probleem is dat het beleggingsprofessionals veel moeite kost ze te implementeren.' Dat komt, zegt Grantham, omdat de meeste professionals, zoals fondsmanagers, 'in the end' hun carrière belangrijker vinden dan het geld van hun klanten, waardoor ze de laatste hypes op de markt

wel móeten volgen. Doen ze dat niet, en zitten ze tijdelijk scheef, dan breekt hun loopbaan in de knop.

In dat verband verwijst hij naar de bazen van mastodonten als BlackRock, Citigroup en Merrill Lynch. Dat zijn volgens hem organisatiegedreven types die alleen maar bezig zijn met het kwartaal of de jaarbegroting. 'Ongeduldig, gefocust op het nu.' Concreet noemt hij Larry Fink, de topman van BlackRock, die recentelijk verklaarde dat de S&P met nog eens 20% zou stijgen, terwijl de markt volgens Grantham juist 'overgewaardeerd is'. 'In maart 2009, toen de beurzen het dieptepunt passeerden, hoorde je hem daarentegen niet.' Volgens Grantham komt dat ook doordat assetmanagers en banken te weinig mensen in dienst hebben die diepe, doorwrochte kennis van het verleden hebben en over een historisch perspectief beschikken. 'De grote financiële instellingen vertrou-



FOTO: ELMER VAN DER MAREL

wen vooral op de doeners die van het linkerhersen helft moeten hebben.'

Grantham denkt dat individuele beleggers door het ontbrekende carrièrebelang een groot voordeel hebben en het beslist ook niet slechter hoeven te doen dan de profs, maar dat vereist wel een aantal eigenschappen en spelregels. 'Het is essentieel dat je zowel je beperkingen als je sterke en je zwakke kanten (onder)kent. Als je geduldig bent en de waan van de dag van de massa kunt trotseren, dan kun je winnen! Maar als je de verleiding of de intimidatie van de massa niet kan weerstaan, dan moet je niet zelf beleggen. Dan moet je een actieve manager nemen die de bovengenoemde vaardigheden wel heeft of je moet in een breed gediversificeerde index van aandelen en obligaties beleggen.'

### Bubbels barsten altijd

Granthams opvattingen zijn interessant nu volgend jaar het provisiemodel in Nederland verboden wordt en particulieren verplicht een advies- of beheervergoeding moeten betalen. Het alternatief is 'execution only', waarbij je als belegger zelf aan de knoppen zit, maar dat vraagt – zoals Grantham zegt – een onvervrorenheid waarover veel particuliere beleggers niet lijken te beschikken. Jeremy Grantham heeft daar geen last van. Niet alleen is GMO een niet-genoteerd bedrijf waarvan hij mede-eigenaar is, maar de onverstoerbare wijze waarop hij praat verraadt dat Grantham zijn emoties goed de baas is, hoewel hij de krachttermen en het vernietigende oordeel beslist niet schuwt.

**'DE MUZIEK IS ALLANG GESTOPT, ZOALS GEORGE SOROS ZEGT!'**

Hij hekelt de Federal Reserve, de Amerikaanse centrale bank. 'Ondanks de waarschuwingen van mensen als George Soros en Jim Rogers bewegen zij niet snel. Zij leven in een artificiële wereld, volgens het adagium "ik kan niet stoppen zolang de muziek speelt". Maar de muziek is, zoals Soros zegt, allang gestopt!'

Ook Grantham hield de Fed in 2007 voor dat er een grote crisis op de huizenmarkt in aantocht was. Maar zijn waarschuwing was aan dovemansoren gericht, totdat de ineenstorting van de Amerikaanse huizenmarkt een wereldwijde beurscrash veroorzaakte. Grantham gaf zijn analyse op basis van zijn decennialange ervaring met en bestudering van bubbels. In het Amerikaanse zakenblad Fortune gaf hij in september van dat jaar drie 'bijna zekerheden': winstmarges zouden sterk dalen, de huizenmarkt zou ineenstorten, en de risicopremie zou wereldwijd stijgen. Grantham schreef: 'Wij hebben de geschiedenisboeken gelezen en elke bubbel en elke barst ervan bestudeerd. En daaruit blijkt dat er geen uitzonderingen op de regel zijn. Alle bubbels zullen uiteindelijk barsten en koersen komen uiteindelijk terug bij het historische trendniveau.'

### Finest hour

De huizen crisis en de krediet- en beurscrisis die daarop volgden, zijn niet de enige wapenfeiten waarop GMO en Grantham zich laten voorstaan. Hij voorspelde de beurscrash van 1987 en wist de implosie van de Japanse vastgoed- en aandelenmarkt te vermijden. Maar mijn finest hour was de crash van 2000-2001, die we op basis van onze berekeningen konden voorspellen. De koers-winstverhouding van de S&P 500 was 65. Dat was niet houdbaar.'

GMO is een kwantitatieve waardebelegger die de simpele stelregel aanhoudt dat aandelen altijd weer terugkeren naar een evenwichtswaarde.

Slapeloze nachten

Vertrouwen in de beurs

Loop geen onnodig risico.

Lager risico Hoger risico

Doorgaans lager rendement Doorgaans hoger rendement

1 2 3 4 5 6 7

Lees de Essentiële Beleggersinformatie.

DIT IS EEN VERPLICHTE AANBEVELING

ik wil beleggen in aandelen  
ik zie dat de markt volatiel kan zijn  
ik zoek naar meer evenwicht

blippar

1 DOWNLOAD BLIPPAR  
2 VUL SCHERM MET FOTO  
3 BLIPPAR... FOTO KOMT TOT LEVEN

Download de Blippar App op uw smartphone en scan de belegger om onze video te bekijken

## Minimum Volatility ETF's. Precies waar uw cliënten om vragen.

Na tien onvoorspelbare jaren hebben veel beleggers zich helemaal uit de aandelenmarkt teruggetrokken. Daarom introduceert iShares nu een reeks Minimum Volatility Exchange Traded Funds (ETF's) die ernaar streven tegen een lager risico toegang te bieden tot vier grote aandelenmarkten. Elk fonds volgt een zorgvuldig samengestelde index voor zijn markt, met als doel meer evenwicht te brengen in de vaak wisselvallige ups en downs van de aandelenmarkt. Zodat uw cliënten met iets meer vertrouwen kunnen beleggen.



iShares Minimum Volatility ETF's	MSCI World	MSCI Europe	MSCI Emerging Markets	S&P 500
----------------------------------	------------	-------------	-----------------------	---------

Wilt u meer weten over de Minimum Volatility ETF's van iShares? Zoek dan op 'Minimum Volatility', ga naar [iShares.nl/minvol](http://iShares.nl/minvol)

**Dit materiaal is uitsluitend bestemd voor professionele beleggers. Geen andere persoon zou op basis van deze informatie besluiten moeten nemen.** Minimum Volatility indices zijn samengesteld met als oogmerk een lagere volatiliteit te bieden dan hun respectievelijke parent-indices. Er is echter geen garantie dat deze strategieën succesvol zullen zijn, aangezien het mogelijk is dat de indexaanbieder er niet in slaagt een index met beperkte volatiliteit samen te stellen. "Standard & Poor's®" en "S&P 500" zijn handelsmerken van Standard & Poor's Financial Services LLC, die voor bepaalde doeleinden in licentie zijn gegeven aan BlackRock Fund Advisors of daaraan gelieerde ondernemingen. iShares S&P 500 Minimum Volatility wordt niet ondersteund, gesponsord, verkocht of aanbevolen door S&P en S&P doet geen uitspraken over de aantrekkelijkheid van dit product voor beleggers. iShares fondsen worden niet ondersteund, gesponsord, verkocht of aanbevolen door MSCI en MSCI draagt geen enkele verantwoordelijkheid voor deze fondsen of voor enige index waarop deze fondsen gebaseerd zijn. Het prospectus bevat een gedetailleerde beschrijving van de beperkte relatie die MSCI met BlackRock Advisors (UK) Limited en de aan deze firma verbonden fondsen onderhoudt. De vennootschappen iShares plc, iShares II plc, iShares III plc, iShares IV plc en iShares V zijn in Nederland aangemeld bij de Autoriteit Financiële Markten en hebben toestemming ontvangen om hun aandelen te verkopen aan het Nederlandse publiek. De vennootschappen zijn derhalve beleggingsinstelling als bedoeld in artikel 2:72 van de Wet op het financieel toezicht. De Nederlandse vertegenwoordiger, BlackRock Advisors (UK) Limited - Dutch Branch, Rembrandt Toren, 17e verdieping, Amstelplein 1, 1096 HA Amsterdam, Nederland of telefonisch via de informatielijn van de Nederlandse vertegenwoordiger op 0800 0233 466. Het beleggen in aandelen in de Vennootschappen is niet per se geschikt voor alle beleggers. BlackRock Advisors (UK) Limited geeft geen garantie op de resultaten van de aandelen of fondsen. De koersen van beleggingen (die op beperkte markten kunnen worden verhandeld) kunnen stijgen of dalen en de kans bestaat dat de belegger het ingelegde vermogen niet terugkrijgt. Uw inkomen is niet vast maar kan aan schommelingen onderhevig zijn. In het verleden behaalde resultaten zijn geen indicator voor toekomstige resultaten. De waarde van de beleggingen die blootgesteld zijn aan vreemde valuta kan worden beïnvloed door valutascommelingen. iShares® en BlackRock® zijn geregistreerde handelsmerken van BlackRock Inc. of haar dochterondernemingen in de Verenigde Staten en elders. © 2013 BlackRock Advisors (UK) Limited. Geregistreerde vennootschap No. 00796793. Alle rechten voorbehouden. Telefoongesprekken kunnen gemonitord of opgenomen worden.

Daarbij houdt hij een bandbreedte aan van 15% naar boven en beneden. De afgelopen jaren, zo geeft Grant-ham toe, was het niet altijd gemakkelijk een waardebelegger te zijn. Stock picking had niet de aandacht van de grote institutionele beleggers, omdat zij de voorkeur gaven aan indexing, waardoor de correlaties tussen individuele aandelen sterk opliepen.

Maar aan die correlatie lijkt een einde te zijn gekomen, stelt Bank of America in een analyse: aandelen met een grote marktkapitalisatie keren weer terug naar hun historisch gemiddelde. Door de afgenomen angst van beleggers voor een zware koersval neemt de interesse voor kwaliteitsaandelen weer toe. Daarbij ligt volgens Grantham het accent op winstgevendheid en financiële soliditeit.

Maar paraatheid is geboden, want de Fed is volgens Grantham een partij die het normale markt- en beleggingsproces hevig verstoort. 'De Fed heeft geen instrumenten meer om de werkgelegenheid te stimuleren of de inflatie te beteugelen. Het enige wat ze kunnen doen is een vermogens-effect teweegbrengen. En dat doen ze door een beleid van negatieve reële rente te voeren, waardoor beleggers

## 'DE VOORMANNEN VAN DE FEDERAL RESERVE LEVEN IN EEN ARTIFICIELE WERELD'

naar meer risicovolle assets zoals aandelen worden gedreven. Daarmee stimuleren ze willens en wetens speculatie.'

'Door het feit dat bovendien het Amerikaanse Congres disfunctioneert, wordt er met de kaasschaaf bezuinigd, is er vraaguitval, wordt de productiecapaciteit niet optimaal benut en investeren bedrijven niet in kapitaalgoederen en is er een beperkte vraag naar hooggekwalificeerde arbeid. Als straks ook nog de inflatie sterk oploopt, is het spel over.' Grant-ham stelt dat we 'in deze ellendige situatie terecht zijn gekomen, doordat het stap voor stap is gegaan. De enige oplossing in de Verenigde Staten is dat er een politieke beweging van outsiders opkomt of Hillary Clinton zou aan de presidentsverkiezingen moeten meedoen. Zij kan een eclatante overwinning boeken en het land drastisch moderniseren.'

Maar voordat het licht gloort, waarschuwt Grantham opletend te zijn. De beleggingsomgeving is volgens hem zeer risicovol, omdat de Fed moedwillig een nieuwe bubbel creëert. Het advies dat hij zijn klanten geeft is simpel: diversificeer, wees moedig en vermijd de massahysterie.

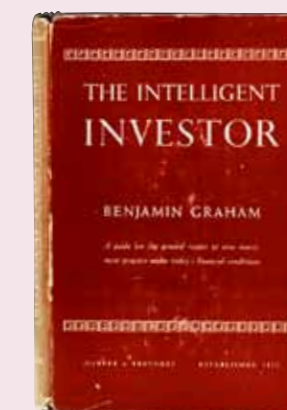
## Kwaliteitsaandelen

Als waardebelegger kijkt GMO niet zozeer naar de economische groei van het land waar een bedrijf gevestigd is, maar vooral naar de (onder)waardering van de aandelenmarkt. Op basis daarvan komt hij tot de volgende aanbeveling: opkomende markten en Japan zijn beperkt overgewaardeerd, Europese aandelen zijn niet al te duur, maar het risico is aanzienlijk. De wereldwijde franchisebedrijven zijn beperkt overgewaardeerd en bos en landbouwgrond zijn als langetermijnbelegging aantrekkelijk. Al het andere is zeer fors overgewaardeerd, waarbij obligaties gemeden moeten worden.

Grantham vindt Amerikaanse aandelen ook te duur, grote kwaliteitsaan-

BENJAMIN GRAHAM

## WAARDEBELEGGER BOUWT BEWUST VEILIGHEID IN



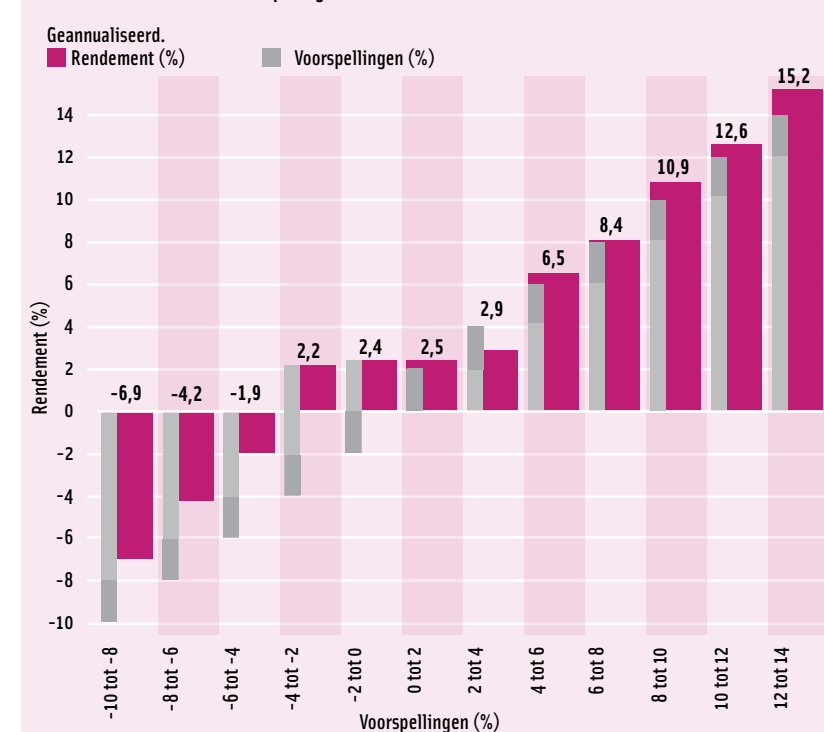
Benjamin Graham is de grondlegger van het waardebeleggen.

Hij schreef in 1934 samen met David Dodd het boek *Security Analysis*. In 1949 volgde *The Intelligent Investor*, waarin hij het concept van de 'margin of safety' uitwerkte. Bij de selectie adviseert hij aandelen te kopen die dicht bij hun boekwaarde liggen, zodat ze een bescherming bieden tegen een ongunstige toekomstige ontwikkeling, zoals een beurscrash. De bekendste leerling van Graham is Warren Buffett.

delen als Johnson & Johnson, Coca-Cola, Microsoft en Philip Morris uitgezonderd. Daarbij kijkt hij minder naar het dividendrendement en meer naar de winstgevendheid en het vermogen deze in stand te houden. Grote, wereldwijd opererende bedrijven die de prijs kunnen zetten, vormen een goed startpunt voor de zoektocht naar goede beleggingen. 'Maar je moet nu extra goed op de waardering letten. Door het beleid van de Fed zijn ook veel waarde aandelen aan de dure kant geworden en is het belangrijk te focussen op de goedkope, ondergewaardeerde aandelen om een "margin of safety" te hebben. Maar als je je aan de pijlers van het waardebeleggen houdt, dan bereik je je doel. Maar – het is waar – het kan onderweg jouw hart en dat van je klanten breken.'

CEES VAN LOTRINGEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

Waarderingen bepalen het toekomstige rendement  
Resultaat van rendementsvoorspelling GMO sinds 1994



Deze grafiek laat de 7-jaarsvoorspellingen zien die GMO doet voor 18 verschillende asset classes vanaf juni 1994 tot juli 2004 (dus eindigend in 2011). GMO stapte in 2002 over van 10- op 7-jaarsvoorspellingen door uit te gaan van 3 jaren met gelijkwaardige rendementen aan het eind van de 7-jaars periode. Zowel de voorspellingen als de daadwerkelijke rendementscijfers zijn geannualiseerd.

Bron: GMO

Partner van  
het nieuwe FD

INSINGER DE BEAUFORT  
BNP PARIBAS WEALTH MANAGEMENT

# Financieel onafhankelijk.



Probeer het  
nieuwe FD:  
nu 4 weken  
voor €12,50

Stopt automatisch.  
Meld u aan op [fd.nl/nieuw](http://fd.nl/nieuw)  
of bel 0888 - 800 888

**fd.**  
het financieele dagblad

De oorsprong van de voorsprong.

## BLIK OP RISICOMODUS

Fons Lute, managing director fiduciary mandates van BlackRock, focust op de verstrekking van leningen in de Amerikaanse economie, de risicotolerantie-index en de Oeso-Business Cycle Clock.

### FONS LUTE

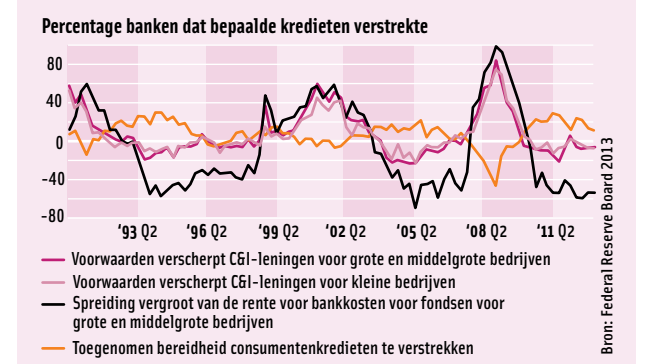
Fons Lute is managing director van BlackRock. Hij beheert met zijn team fiduciaire mandaten voor institutionele beleggers. Lute heeft ervaring opgedaan bij onder meer PGGM, Blue Sky, Fortis Investments, Delta Lloyd Asset Management en Cyrte Investments.



**'DE FED BRENGT PRAKTIJK VAN KREDIET BIJ DE BANKEN HEEL MOOI IN BEELD'**

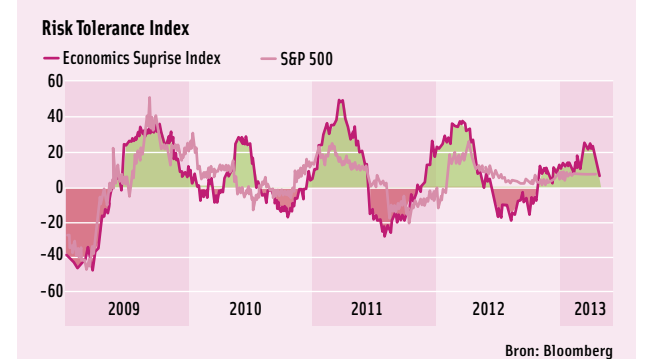
### Senior Loan Officers Indices van de Fed

De signalen over hoe de verstrekking van leningen in de Amerikaanse economie verloopt, zijn belangrijk bij het inschatten van de economische activiteit in de Verenigde Staten. De Federal Reserve brengt met maandcijfers de praktijk bij kredietbanken prachtig in beeld en maakt een onderscheid tussen grote ondernemingen en het midden- en kleinbedrijf. Ook laat de Fed zien of individuen toegang krijgen tot creditcards en hypotheek, zodat het een barometer is voor de groei-ontwikkeling.



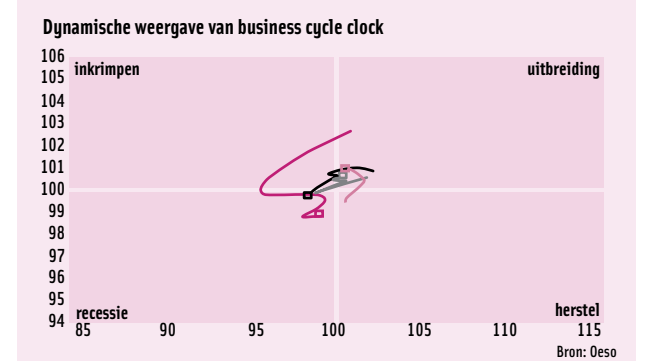
### De Risk Tolerance Index

De Risk Tolerance Index en de Multi Asset Concentration Index zijn interne indicatoren die binnen BlackRock elke dag worden ververs. De RTI geeft aan hoe de risicobereidheid van enkele belangrijke beleggingstypen zich ontwikkelt. De Multi-Asset Concentration Index geeft op haar beurt aan hoe correlaties en contractie van beleggingen zich ontwikkelen. Op basis daarvan kan de vraag worden beantwoord of de omgeving risk-on of risk-off is en of dat lokaal of wereldwijd is.



### De Oeso Business Cycle Clock

De zogenoemde Business Cycle Clock die door de Parijse organisatie Oeso is ontwikkeld is een heel mooie manier om de cyclische ontwikkeling van heel veel economieën dynamisch in beeld te brengen. Dat geeft inzicht in de richting van de economie naar vier verschillende fasen van groei of krimp. Deze Clock, waarvan een dynamische versie bestaat, wordt maandelijks bijgewerkt. De Oeso werkt voor elk land met een dergelijke cyclus.



# MEEDOEN ZONDER VEEL RISICO'S

## CONVERTIBLES BIEDEN BESTE VAN TWEE WERELDEN

Profiteren van de aandelenrally met bescherming tegen een correctie. Beleggers krijgen weer oog voor converteerbare obligaties.

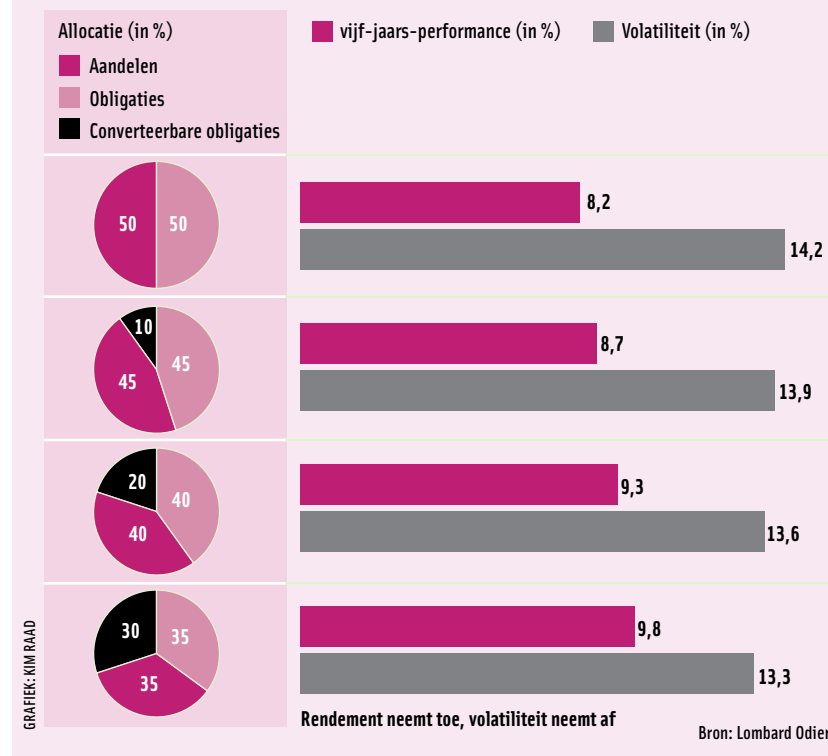
TEKST MIRANDA SCHOUTSEN

**H**eb ik de boot gemist? Had ik in aandelen moeten gaan? Het moet een gedachte zijn die menig belegger door het hoofd spookt. Terwijl het vermogen voor de zekerheid in obligatiefondsen staat geparkeerd, laat het rendement intussen al jaren te wensen over.

Ondertussen lonken de aandelenmarkten, waar de koersen blijven stijgen. Maar nu nog instappen, is dat wel verstandig? De Amerikaanse aandelenindex S&P 500 is inmiddels het recordniveau van 2007 gepasseerd. En dat maakt ook de belegger die al langer in aandelen zit een beetje huiverig voor een grote correctie.

Profiteren van een aanhoudende aandelenrally zonder al te veel risico te lopen, kan met converteerbare obligaties, bedrijfsobligaties die tegen een vooraf bepaalde prijs binnen de looptijd kunnen worden omgezet in aandelen van hetzelfde bedrijf. Doet het aandeel het goed, dan pikt de belegger een graan-

### Convertibles bieden diversificatie in portefeuille



tje mee, en bij een crash is er altijd nog de rente plus aflossing van de obligatie.

Instroomcijfers van dataleverancier Lipper bevestigen de toegenomen belangstelling voor convertibles. In de eerste twee maanden van dit jaar werd

door Europese beleggers netto bijna €3 miljard ingelegd in convertible-fondsen, meer dan de totale netto instroom in 2012.

'Het grootste voordeel van converteerbare obligaties is hun asymmetri-

sche rendement', vindt Anja Eijking, fondsmanager van het F&C Global Convertibles Fund. Dit fonds streeft ernaar voor circa twee derde in een opgaande aandelenmarkt te participeren, en voor slechts een derde in een neergaande trend.

### Liquiditeitscrisis

Het voor risico gecorrigeerde rendement op een vijfjaarstermijn is daarvoor beter dan dat van zowel aandelen als obligaties, zegt Maxime Perrin, productspecialist bij het Lombard Odier Global Convertible Fund. 'Door de cyclus heen is deze categorie veel minder volatiel dan aandelen. De gemiddelde volatiliteit van convertibles is slechts 8% vergeleken met 21% voor aandelen, illustreert hij. 'Daarbovenop bieden ze ook diversificatievoordelen. Toevoeging van convertibles aan een portefeuille met een 50/50-verdeling over aandelen en obligaties, leidt tot afnemende volatiliteit en een toenemend rendement in de portefeuille (zie tabel).

Toch is er geen sprake van een 'free lunch'. Vanwege de calloptie op het onderliggende aandeel bedraagt de rentecoupon ongeveer de helft van een gewone bedrijfsobligatie met dezelfde kredietkwaliteit. En convertibles worden vooral uitgegeven door kleinere bedrijven met een lagere kredietwaardigheid.

Perrin bestrijdt dat beeld overigens. 'Uiteraard, de lagere coupon trekt bedrijven aan die meer rente moeten betalen op een gewone bedrijfsobligatie. Maar er bestaan ook AAA-convertibles. Het universum bestaat voornamelijk uit titels met een rating tussen de

**'DE GEMIDDELTE VOLATILITEIT VAN CONVERTIBLES IS VEEL LAGER DAN VAN AANDELEN'**

BB+ en BBB-'. Bovendien: 'Ook een goed geleide onderneming wil de winstmarge beschermen door goedkope financiering te zoeken.'

'Het gevaar zit hem niet in de kredietkwaliteit', stelt Dorian Carrell, analist bij het Schroders Global Convertible Fund. 'Ongeveer de helft van onze portefeuille zit in convertibles zonder kredietrating. Een deel daarvan is high yield, maar een ander deel is eigenlijk te classificeren als BBB'. Hij ziet eerder gevaar in mogelijke inflatie, waardoor beleggers kapitaalverlies kunnen lijden. 'Zeker in de Verenigde Staten en Azië dreigt inflatie, met dalende obligatieprijzen tot gevolg.'

De liquiditeitsproblemen die de beleggingscategorie in 2008, en ook in 2011, opraken, behoren volgens de convertible-experts tot het verleden. Met een omvang van circa \$ 500 miljard is de beleggingscategorie relatief klein. De liquiditeitscrises hadden vooral te maken met de dominantie van hedgefondsen met arbitragestrategieën, merkt Carrell op. 'Ongeveer 70 miljard van het volume werd verhandeld door hedgefondsen, met gebruik van de bijbehorende leverage. Dat is nu nog maar 15%.'

Eijking bevestigt dat en voegt daar gelijk aan toe dat de hedgefondsen juist ook bijdragen aan de liquiditeit in de markt. 'Anders zijn er geen partijen meer die "at-the-money" convertibles willen verkopen.'

### Synthetisch

Wel is er reden tot zorg over het aantal emissies, dat de laatste jaren sterk terugliep. Bedrijven kunnen zich door de lage rente al heel goedkoop financieren zonder het verwateringseffect van convertibles te moeten accepteren. Eijking: 'In een normaal jaar bedraagt de emissie-omvang grofweg \$ 100 tot 120 miljard. In 2011 bedroeg het \$ 80 miljard en vorig jaar slechts \$ 60 miljard.'

Ondertussen verdwijnt elk jaar 25 tot 30% van de convertibles door aflossing of omzetting in aandelen, merkt de fondsmanager op. 'Ons herfinancie-



ringsrisico is niet groot maar we hebben wel continu herinvesteringswensen. Vijf procent van onze portefeuille wordt de komende twaalf maanden afgevolgd, en nog eens vijf procent kan ons dwingen de obligaties om te zetten in aandelen.'

De emissies van het afgelopen jaar kwamen wel van aantrekkelijke bedrijven, zoals onder meer Siemens, Unibail Rodamco en Adidas. En ook de secundaire markt biedt volgens Eijking nog volop kansen. 'Maar het huidige emissieniveau maakt het op de langere duur lastig om een gebalanceerde portefeuille te voeren.'

Ook bij Lombard Odier gaf het emissieklimaat vorig jaar aanvankelijk reden tot grote zorg. 'Gelukkig was er in de maanden september en oktober een opleving, vooral in Europa' zegt Perrin. 'Ook in de Verenigde Staten is er sprake van een gezond niveau van uitgifte.' Maar is het genoeg om te compenseren voor de aflossingen? 'Waarschijnlijk niet', zegt Perrin. 'Daarom zijn wij gestart met synthetische converteerbare obligaties.'

Het gaat om een gestructureerde oplossing waarbij de convertible wordt nagebootst met een bedrijfsobligatie en een calloptie op het onderliggende aandeel. 'Dat is niet per se risicovoller wanneer je dat goed doet. Wij verwachten dat de meeste fondsen het komende jaar synthetische convertibles in hun portefeuille opnemen. Het is inmiddels

2,5% van onze portefeuille en het kan oplopen tot een maximum van 10%.'

### Fondsen vergeleken

Carrell van Schroders ziet absoluut niets in synthetische convertibles. 'Managers die daarvoor kiezen, hebben een te grote allocatie in Europa. Deze markt heeft een omvang van \$ 125 miljard terwijl er rond de honderd convertible-fondsen zijn. Logisch dat er te weinig keus is om een gezonde portefeuille samen te stellen, vindt hij. Zijn fonds legt een groter accent op Azië, en dan met name Japan. 'De prijsvorming en de structuur van synthetische oplossingen verschillen wel degelijk van die van gewone converteerbare obligaties. Bovendien betaal je ook meer voor een gestructureerd product.'

De top-10 van convertible-fondsen in de database van Morningstar toont een gemiddeld vijfjaarsrendement tussen de 2,6 en 5,4%. Toch kunnen convertible-fondsen al met al behoorlijk verschillen. Door de keuze voor meer

**ER IS REDEN TOT ZORG OVER HET AANTAL EMISSIES, DAT STERK IS GEDAALD**

of minder aandelengevoeligheid kan het risicorendementsprofiel meer weg hebben van een fonds met bedrijfsobligaties of juist meer lijken op dat van een aandelenfonds.

Schroders kiest voor een vrij agressive benadering, vertelt Carrell. 'Convertible-beleggers moeten geloven dat aandelen nog steeds goedkoop zijn. Want de performance zal worden gedreven door de aandelenmarkten.' Het fondshuis kiest daarom voor een grote aandelengevoeligheid van de portefeuille.

Eijking van F&C kiest voor een aandelengevoeligheid in lijn met de benchmark, de UBS Global Focus-index. 'Om de lagere rentevergoeding ten opzichte van een gewone bedrijfsobligatie te compenseren heb je echt de aandelen-driver nodig.' Aandelen blijven volgens haar aantrekkelijk, mede vanwege het dividendrendement. 'Wanneer we geen waarde zien in het onderliggende aandeel zullen we de convertible nooit kopen.'

Het fonds van Lombard Odier wordt beschouwd als meer defensief. De fondsmanagers richten zich sinds het rampjaar 2008 bewust op het beperken van de volatiliteit. 'Gedurende de cyclus kunnen we onze aandelengevoeligheid aanpassen' zegt Perrin. 'Volatiliteit is net zo belangrijk als performance.'

MIRANDA SCHOUTSEN IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.

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

## Wereldwijd actief vermogensbeheer



**Fidelity**  
WORLDWIDE INVESTMENT  
the currency of investing

Deze publicatie is niet bestemd voor inwoners van het Verenigd Koninkrijk of de Verenigde Staten en is uitsluitend bestemd voor personen die gevestigd zijn in rechtsgebieden waar de betreffende fondsen voor distributie zijn toegelaten of waar een dergelijke toestemming niet vereist is. Fidelity/Fidelity Worldwide Investment wordt gebruikt voor FIL Limited, en haar dochter-ondernemingen. Tenzij anders aangegeven zijn alle hier gegeven meningen en visies afkomstig van Fidelity. Fidelity, Fidelity Worldwide Investment en het 'F' symbool zijn handelsmerken van FIL Limited. Uitgegeven door FIL (Luxemburg) S.A., goedgekeurd en gereguleerd in Luxemburg door de CSSF (Commission de Surveillance du Secteur Financier). SSL1209A03/032013

# JAPAN LOOPT NU OP STEROÏDE BELEGGINGSEXPERTS TWIJFELEN OVER SLAGEN VAN RISKANT EXPERIMENT

Premier Shinzo Abe heeft de Bank of Japan verplicht tot een ongekend ruim monetair beleid, waar beleggers gretig van profiteren. Maar redt het Japan ook uit zijn 'klinische doodtoestand'?

TEKST CEES VAN LOTRINGEN

**E**en spreekwoordelijke kamikaze-actie willen de beleggingsexperts het niet noemen, maar dat ze sceptisch zijn verhullen ze niet. Roelof Salomons, hoofd van het allocatieteam van Kempen Capital Management, spreekt van een 'kwantitatieve verruiming op steroïden' en chief investment officer William de Vijlder van BNP Paribas Investment Partners betitelt het als een 'zeer gedurfd experiment'.

Aanleiding voor de scepsis is het door de regering-Abe aan de Bank of Japan opgelegde beleid om meer dan \$ 80 miljard per maand aan staatspapier op te kopen. Doel is om de Japanse economie uit zijn 'klinische doodtoestand' te halen. De oorzaak daarvan ligt in de jaren tachtig toen Japan de grootste vastgoedbubbel uit de wereldgeschiedenis voor zijn kiezen kreeg, gevolgd door een beurscrash. De klap was zo groot dat de Japanse bevolking er nog niet van hersteld is.

Maar de nieuwe premier Abe wil het land nu definitief uit de vertwijfeling sleuren, voordat de patiënt daadwerkelijk overlijdt. Want exportmacht Japan verliest mede door de dure yen terrein in de wereldhandel, terwijl de vergrijzende bevolking spaart en niet



consumeert en de schuldquote van de overheid al bijna 250% van het bbp bedraagt. Die problemen wil Abe aanpakken door geld te drukken zodat de inflatie oploopt. 'Ik volg Japan al sinds 1997 en heb al zoveel geluiden gehoord dat het de goede kant opgaat, maar de woorden werden zelden opgevolgd door daden,' zegt Salomons. 'Nu, voor het eerst in al die jaren, ben ik positief verrast. Het ingezette beleid kan een game changer zijn voor Japan en de wereld-economie.'

Salomons stelt dat met de kwantitatieve verruiming beoogd wordt de deflatiespiraal te doorbreken en om te zetten in een inflatie van 2%. 'Nu bestaat ruim 50% van de vermogenstitels er uit

cash en deposito's, terwijl de rente nul is. Met inflatie dwing je de Japanners het geld van de bank te halen op straffe van een eroderende koopkracht. Ze moeten er aandelen of vastgoed van kopen of ze moeten het in de reële economie pompen. Naar het buitenland brengen kan ook. Dat zou een kapitaaluitstroom zijn die de yen verzwakt en dus de positie

**'BELANGRIJK IS DAT DE JAPANNERS DE "ANIMAL SPIRIT" WEER TERUGKRIJGEN'**

van exportbedrijven versterkt en voor groei, werkgelegenheid en consumptie zal zorgen.

**Deflatiespiraal**  
De Vijlder twijfelt. 'De consensus in de markt is dat deze maatregelen zullen bijdragen aan een winstgroei in het Japanse bedrijfsleven van ongeveer 10% naar meer dan 50%. Maar hoe groot is de kans dat de groei versnelling louter tijdelijk is en gevolgd wordt door een terugval in de oude lethargie? Dat risico is niet uit te sluiten, tenzij men ook echt werk weet te maken van een gezondmaking van de aanbodzijde van de economie.' De Vijlder denkt dat beleggers bij gebrek aan 'hot topics' op Japan zijn gesprongen, maar twijfelt aan de houdbaarheid. De Nikkei heeft sinds oktober de ongehoorde sprong gemaakt van 8534 naar ruim 13.200 punten.

Kempen CM vindt de aandelen weer aantrekkelijk. Maar het is nog te vroeg om de weg in de portefeuille strategisch te verhogen, zegt Salomons. 'Daarvoor moet het experiment eerst slagen. Ik schat die kans positief in. Essentieel is dat Japan de groei boven de reële rente krijgt. Want dan groei je uit de problemen. Maar als de groei te laag blijft, dan blaas je de economie op. Belangrijk is dat men de "animal spirit" weer terugkrijgt.'

CEES VAN LOTRINGEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

# 'JE KUNT NIET ALLE KLANTEN MEER ADVISEREN BIJ DE KOFFIE'

## RONDETAFLDISCUSSIE OVER DE TOEKOMST VAN HET ADVIES

Per 2014 wordt in Nederland een provisieverbod van kracht voor beleggingsdiensten en vermogensbeheerders. De topdogs van de sector blikken vooruit op de gevolgen.

TEKST BARBARA NIEUWENHUIJSEN

**V**anaf volgend jaar mogen beleggingsadviseurs geen provisies meer ontvangen en moeten klanten direct gaan betalen voor advies. Willen zij dat of gaan ze zelf op internet aan de slag? De uitdaging voor private banks en vermogensbeheerders is aantonen waar hun toegevoegde waarde zit.

'Als klanten straks zien wat ze voor advies betalen, bestaat de kans dat niet iedereen dit meer wil betalen', denkt hoofd beleggings competence Bert van den Broek van Rabobank Private Banking. 'De mogelijkheid bestaat dat klanten op zoek gaan naar goedkopere oplossingen.' Ze gaan zelf beleggen ('execution only' in jargon) of stappen misschien over naar online advies. Om hierop in te springen introduceerde Rabobank onlangs ook zelf een online adviesconcept voor klanten met vermogens vanaf € 80.000. Van den Broek verwacht dat internetconcepten vooral aan de onderkant van de markt een gat kunnen vullen.

Op uitnodiging van Fondsnieuws

nam Van den Broek onlangs samen met Dick van Ommeren van ABN Amro MeesPierson, Arnout Bloys van Treslong van ING Private Banking, Saskia Klep van Theodoor Gilissen Bankiers en Bas Nienhaus van de onafhankelijke vermogensbeheerder Wealth Management Partners (WMP) deel aan een rondetafelgesprek over de gevolgen van het afschaffen van provisies rondom beleggingsdienstverlening.

### Btw-heffing

Wealth Management Partners, dat vermogens beheert vanaf € 2,5 miljoen, geeft sinds 2009 al alle vergoedingen die het ontvangt door en wordt alleen nog door klanten betaald via een all-in fee. 'Onze ervaring is daarbij helemaal niet dat klanten op zoek gingen naar een goedkopere oplossing', zegt Bas Nienhaus, directeur bij WMP. 'Wat ze wel doen, is zichzelf afvragen: is het mij dit waard? Het is aan de industrie om aan te tonen waar haar toegevoegde waarde zit.'

ING Bank, waar advies en beheer mogelijk is vanaf € 1000, is een jaar geleden begonnen met het toevoegen van provisievrije fondsen aan het assortiment. Voor de fondsen waarvoor de bank geen provisie van de fonds-

huizen meer krijgt, moeten klanten de bank zelf nu direct iets meer betalen. 'Wij ervaren dat klanten voor een groot deel meegaan in de nieuwe pricing', zegt directeur marketing Arnout Bloys van Treslong van ING Private Banking. 'De kosten voor de klant zijn gelijk gebleven.'

Anderen betwijfelen of dit is vol te houden. 'Als je al je kosten zichtbaar maakt, ontcom je er niet aan prijzen te verlagen', aldus Nienhaus. 'Dat zet druk op je marge.'

'Ik heb nog geen industrie gezien waar, als meer kosten transparant werden, de prijzen niet onder druk kwamen', beaamt ook Dick van Ommeren, directeur marketing en products van ABN Amro MeesPierson. Bijkomend probleem is een recente uitspraak van het Europees Hof van Justitie in Luxemburg. Dat bepaalde dat een advies-fee volledig btw-belast is, terwijl kosten binnen een fonds btw-vrij zijn.

**'ALS JE ALLE KOSTEN ZICHTBAAR MAAKT, ONTKOM JE NIET AAN EEN PRIJSVERLAGING'**

Hierdoor gaat de klant bij gelijkblijvende kosten straks toch meer betalen. Een onvoorzien probleem, dat ook door toezichthouder AFM wordt erkend.

### Klantbehoefte

Uit het Verenigd Koninkrijk, waar fondshuizen vanaf dit jaar al geen provisies meer mogen betalen, komen geluiden dat dit veel beleggingsadviseurs hun baan heeft gekost. De vraag is of dit ook in Nederland gaat gebeuren.

'Ik denk het niet', zegt Bert van den Broek van Rabobank. 'Maar de rol van de adviseur zal wel veranderen.' Van Ommeren vult aan: 'Een adviseur zal zich steeds meer toeleggen op hoogwaardig advies. Zaken als dingen wijzigen of aanvragen kunnen klanten steeds meer zelf doen met behulp van geautomatiseerde tools.'

'Maar de klantbehoefte zelf verandert toch helemaal niet?' zegt Bloys van Treslong. 'Een klant wil gewoon antwoord op vragen. In de huidige veranderende wereld heeft een klant juist steeds meer vragen en die wil hij beantwoord zien door iemand die hij vertrouwt. Dat staat geheel los van een provisieverbod.'

'Veel van onze klanten houden gewoon behoefte aan een één-op-één-gesprek met een van onze mensen', zegt



FOTO: BINH TRAN. VLNR: BERT VAN DEN BROEK, ARNOU BLOYS VAN TRESLONG, BAS NIENHAUS, MODERATOREN ROEL THUISSEN EN CEES VAN LOTRINGEN, SASKIA KLEP EN DICK VAN OMMEREN.

commercieel directeur Private Banking Saskia Klep van Theodoor Gilissen. De bank bedient klanten met vermogens vanaf € 500.000.

'Je moet naar de klant kijken', zegt Van Ommeren van ABN Amro MeesPierson. 'Wij kunnen wel een prijskaartje hangen aan persoonlijk advies door een vaste adviseur voor klanten met vermogens van € 200.000 of € 300.000, maar klanten zullen dit mogelijk te duur vinden. Een vorm van geautomatiseerd advies kan dan een alternatief zijn.'

De vraag hoe je de toegevoegde waarde van je dienstverlening meet, beantwoorden partijen verschillend. Volgens Nienhaus kun je het simpelweg afleiden uit het feit of je in staat blijft marge te maken op je assets. 'Als dat niet lukt, dan heb je geen bestaansrecht.' Van Ommeren: 'Het gaat erom of je in staat bent harder te groeien dan je concurrenten.'

Bloys van Treslong en Klep wijzen op de klanttevredenheid. Maar een klant kan ook tevreden zijn, terwijl dat eigenlijk niet had gemoeten, omdat zijn doelen bijvoorbeeld niet gehaald zijn. 'Moet je dan dus niet meten of de doelen van klanten gehaald zijn?' Vraagt Van den Broek zich af.

'De vraag is dan wel of klanten bij het halen van hun doelstellingen ge-

baat zijn bij de toenemende standaardisatie van de beleggingsportefeuilles bij de banken', merkt Klep op. Ze wijst er ook op dat via online adviesdiensten vaak nog maar een beperkt aantal fondsen beschikbaar is, terwijl het bredere spectrum voor sommige klanten misschien beter is. Ook is het aanbod van de verschillende banken en vermogensbeheerders voor klanten volgens haar soms moeilijk te doorgronden en als gevolg daarvan moeilijk met elkaar te vergelijken.

'Het klopt dat adviseurs als gevolg van het centraliseren van het beleggingsbeleid een aantal jaren geleden minder vrijheden hebben gekregen, maar voor het overgrote deel van de klanten is dit geen beperking', aldus Van Ommeren van ABN Amro MeesPierson. 'Daar komt bij dat de reproduceerbaarheid en de kwaliteit van portefeuilles veel hoger zijn geworden dan toen iedereen zelf zat te fröbelen. De

**'ER ZULLEN IN NEDERLAND STEEDS MEER MENSEN ADVIES NODIG HEBBEN'**

vraag is dus: laten we ze met klei spelen, terwijl je met lego of duplo ook mooie dingen kunt bouwen?'

Maar volgens Klep is het de vraag of klanten dat zo zien. Theodoor Gilissen werkt nog veel met portefeuilles met individuele aandelen in plaats van beleggingsfondsen. Volgens Nienhaus zit het probleem erin dat sommige adviseurs meer dan 200 klanten bedienen. 'Die kunnen ze onvoldoende kennen en dan moeten ze zich wel toeleggen op werken met standaardbouwstenen.'

### Risicoprofiel

Van den Broek van Rabobank beaamt dat je je klant moet kennen voordat je het over vermogensopbouw kunt hebben, en dat dat niet alleen geldt voor iemand met € 10 mln, maar ook voor mensen voor wie een aanvulling op hun pensioen noodzakelijk is. 'Er zullen in Nederland steeds meer mensen advies nodig hebben', zegt hij. 'De uitdaging is een zo breed mogelijke doelgroep in staat te stellen zijn doelstellingen te halen', zegt ook Bloys van Treslong.

Hierbij helpt het niet mee dat de risicoprofielen van banken van elkaar verschillen. Het neutrale beleggingsprofiel bij de ene bank heeft een heel andere beleggingsmix dan bij de an-

dere. 'Dat zouden we eigenlijk moeten oplossen voor klanten', aldus Van den Broek.

De aanwezigen beaamen dit allemaal en zeggen wel meer transparantie te willen geven over de verschillen en de aannames erachter, maar niets te zien in harmonisering, zoals de AFM wel eens heeft geopperd. 'Standaardisatie staat alle innovatie in de weg', zegt Van Ommeren. 'Maar er is een middenweg tussen een beleggingsadviseur die autonoom aan de knoppen zit en volledige standaardisatie', aldus Klep.

'Je kunt als private bank gewoon niet al je klanten meer bij een kop koffie adviseren', concludeert Nienhaus. 'Dat is te duur. De vraag is dus hoe je de massa goed adviseert. En hoe de klant daar ook nog voor gaat betalen, terwijl hij dat eerder via kickbacks ook deed, maar dat niet in de gaten had.' 'Je moet per klant kijken, wat voor hem het beste is', zegt Van den Broek.

Klep merkt op dat in de hele transitie de klant zelf heel weinig aan het woord komt. 'Ik heb wel eens bij de AFM geïnformeerd of aan de klant gevraagd is of hij dit allemaal nodig vindt. Het antwoord daarop was: "Mevrouw, u moet dit zelf willen."'

BARBARA NIEUWENHUIJSEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.





Wij zijn er  
voor u als  
werkgever

zodat u kunt  
ondernemen.

### Het Rabo BedrijvenPensioen. Samen zorgen voor later.

U wilt zorgen voor de continuïteit van uw bedrijf, dus ook voor uw personeel. De Rabobank biedt een overzichtelijke pensioenregeling waarbij iedereen weet waar 'ie aan toe is. Zo heeft u alle ruimte om te ondernemen.

Kijk op [rabobank.nl/bedrijvenpensioen](http://rabobank.nl/bedrijvenpensioen) voor meer informatie

Samen sterker. Dat is het idee van coöperatief bankieren.



Rabobank

#### FONDSNIEUWS-PRODUCTPANEL

### DE ACHT P'S VAN DE PRODUCTANALYSE

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



#### LEGENDA

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

ANALYSE

## GESTRUCTUREERD EN BEHOEDZAAM

Het Fondsnieuws-productpanel buigt zich over beleggingsproducten. Dit keer aandacht voor Invesco Pan European Structured Equities.

TEKST HARRY GEELS

Er wordt veel gesproken over de 'great rotation' die beleggers zouden (willen) maken van spaarproducten of staatsleningen naar aandelen. Maar zo gemakkelijk gaat het niet. Veel beleggers hebben nog de schrik in de benen van twee grote berenmarkten, terwijl institutionele beleggers het wel willen maar niet kunnen. De regelgeving staat het niet toe dat er meer risico's worden genomen, bijvoorbeeld vanwege onderdekking. Voor al deze beleggers zijn aandelen met een lager risico, in termen van volatiliteit, wellicht een oplossing.

Professor Robert Haugen toonde al in 1971 aan dat aandelen met de laagste volatiliteit op de langere termijn beter presteren die met een hoge volatiliteit, ofwel saaie aandelen doen het beter dan de 'glamour stocks'. Haugen werd lange tijd genegeerd door de beleggingsindu-

strie en de wetenschap. Zijn bevindingen kwamen namelijk niet overeen met die van de moderne financiering waarbij risico en rendement hand in hand gaan. De laatste jaren hebben diverse vermogensbeheerders de studies van Haugen afgestoft en hebben ze diverse fondsen opgezet op basis van het zogenaamde 'low volatility'-beleggen.

In Nederland is Robeco een van aanbieders van dergelijke producten. In Duitsland heeft Quoniam zich helemaal in dit concept gespecialiseerd. Indexproviders hebben ook diverse low volatility-indices ontwikkeld, waarop aanbieders als iShares weer ETFs baseren. Maar Robeco en Quoniam beweren dat deze strategie vooral actief moet

worden uitgevoerd, omdat zij potentieel tot veel transacties kan leiden en een goede trading noodzakelijk is.

### Stockpicking

Ook vermogensbeheerder Invesco heeft een uitstekend fonds op dit vlak, het Invesco Pan European Structured Equities. Het fonds combineert de low volatility-benadering met een proces van bottom-up stockpicking. Bij de aandelenselectie wordt gebruik gemaakt van vier concepten: winst- en koersmomentum, managementactiviteiten en relatieve waardering.

De portefeuille bestaat doorgaans uit een kleine honderd titels, waarbij de fondsbeheerders er naar streven dat een allocatie liefst niet boven de 2% uitkomt. Bij een blik op de portefeuille krijg je al snel het gevoel dat er sprake is van een concept van gelijkwegen, waarvoor ook wetenschappelijk bewijs bestaat: de grote en dure glamoureaandelen uit de index worden zo standaard onderwogen.

De portefeuillesamenstelling van het fonds bevat momenteel een aantal

grote 'bets' op niet-duurzame consumptiegoederen ('consumer staples') en 'healthcare'. Deze sectoren zijn door de 'vlucht naar veiligheid' fundamenteel gezien echter duur. Daarnaast is er een grote overweging van Britse aandelen (43,8% per 31 maart). De Britse beurs is de grootste van Europa en bevat van oudsher veel defensieve aandelen. Ondanks deze bets die niet zonder risico zijn, is de volatiliteit van het fonds relatief laag: 10,5% (ten opzichte van 12,4% van de index). Ter vergelijking: de fondsvolatiliteit is de helft van die van de AEX. Het concept van low volatility-beleggen zou zich volgens de wetenschap vooral moeten uitbetalen als de markten dalen. Dan dalen deze aandelen (veel) minder. Het fonds behaalde over de afgelopen vijf jaar - sinds 2008 - cumulatief 34,23% tegen 5,18% voor de benchmark.

HARRY GEELS IS PARTNER BIJ DE ONAFHANKELIJKE VERMOGENS-BEHEERDER INMAXXA EN VERANTWOORDELIJK VOOR DE BELEGGINGSFONDSENRESEARCH



**'AANDELEN MET LAGE VOLATILITEIT DOEN HET BETER DAN DE GLAMOUR STOCKS'**

# 'OPKOMENDE SCHULDEN MEEST KWETSBAAR'

## NU GROEI TERUGVALT, WORDEN LANDENRISICO'S EN SELECTIE BELANGRIJKER

Bij de derde editie van Dutch View stond schuld papier uit opkomende landen centraal. 'Door het monetaire stimuleringsbeleid in het Westen doemen er voor EM Debt voorlopig echter nog geen problemen op.'

TEKST JEROEN BOOGAARD

**S**chuld papier uit opkomende landen (EMD) mocht zich de afgelopen jaren verheugen in een enorme instroom van nieuw geld en leverde voor beleggers fraaie rendementen op. Is hierdoor sprake van een luchtbel die op elk moment kan barsten?

'Als de centrale banken liquiditeit uit het systeem gaan halen en de rente opvoeren, dan zullen de EMD-markten daar meer last van hebben dan welke andere assetcategorie dan ook in de wereld,' zo waarschuwde beleggingsstrateeg opkomende markten Maarten Jan Bakkum van ING Investment Management tijdens de door Fondsnieuws georganiseerde derde editie van Dutch View. Volgens hem lijkt het namelijk geen twijfel dat het ruime monetaire beleid van de centrale banken een belangrijke rol heeft gespeeld in de forse groei van de EMD-markt.

Zijn collega Maurice Meijers, hoofd van het EMD-team van Robeco, beaamt dat de verdere ontwikkelingen op de EMD-markt vooral afhangen van het beleid van de centrale banken. 'Wanneer de Fed aankondigt dat ze het soepele monetaire beleid gaat terugdraaien en de Amerikaanse rente normaliseert richting 3 à 4%, dan zal dit een heel forse impact hebben op dit soort markten. Het zou naïef zijn om te veronderstellen dat de goede fundamentals ze dan overeind zullen houden.'

### Aantrekkelijke yield

De grote draai in de rentemarkten begint volgens hem voorlopig echter nog niet, een visie die weerklank vindt bij Sandor Steverink, hoofd staatsobligaties van Delta Lloyd Asset Management. 'De Fed gaat het pas voorzichtig aan doen wanneer de werkloosheid tot onder de 6,5% is gedaald. Als je kijkt waar we nu staan, blijven ze de komende twee jaar waarschijnlijk gewoon stimuleren. Europa en Japan, waar de noodzaak tot stimuleren het grootste is, zullen niet eerder op de rem gaan trappen. De

komende twee jaar zie ik daarom als geheel niet zo veel problemen voor de EMD-markt,' zegt Steverink.

Omdat de rente in de ontwikkelde markten voorlopig laag blijft, zal de zoektocht naar rendement risicovolle beleggingscategorieën als EMD volgens Robeco positief blijven beïnvloeden. Een herhaling van vorig jaar, toen de EMD-markt een rendement behaalde van 15 tot 20%, zit er zeer waarschijnlijk echter niet in. Maar Meijers rekent dit jaar wel op wederom een outperformance en een rendement van 5-10% in zowel lokale als harde valuta. Beleggers in EMD konden de afgelopen jaren een mooi extra rendement halen op de valuta, maar die tijden zijn volgens het drietal voorlopig voorbij nu de meeste landen er alles aan gelegen is om in de huidige zwakke wereldeconomie hun exportpositie te beschermen.

'Vooral in Azië zien we weinig ruimte voor valuta-appreciatie vanwege het ruime monetaire beleid in Japan. De Koreanen, Taiwanese, Thai en Chinezen zullen niet toestaan dat de yen nog eens 10 of 20% wegloopt bij hun valuta' stelt Bakkum van ING. Hoewel ook Meijers op korte termijn

weinig opwaarts potentieel ziet, is hij op de lange termijn wel positief gestemd over de valuta van opkomende landen. Zo zal bijvoorbeeld de Chinese munt volgens hem sterker moeten worden, wil de overheid de door haar gewenste omvorming van een exportgedreven naar een consumptiegedreven economie realiseren.

Wat Steverink betreft bepaalt de valutacomponent het risico en daarmee ook het verwachte rendement. Het is vooral de yield van gemiddeld 6% op lokale valuta-obligaties ten opzichte van de rente van minder dan 2% in het Westen die EMD zo aantrekkelijk maakt. 'Als je 4% meer pakt op de coupon kan de valuta op korte termijn ook wel een tikje hebben,' aldus Steverink. Hard currency-leningen, in Ame-

rikaanse dollars of euro's, zijn volgens de obligatiespecialist van Delta Lloyd een stuk minder aantrekkelijk. Hier word je niet vergoed voor het valutarisico, maar alleen voor het kredietrisico en die vergoeding is sterk gedaald, zo legt hij uit. 'Er is heel veel geld naar hard currency-leningen gestroomd, waardoor de waarderingen erg hoog zijn. In feite bieden high yield bedrijfsobligaties in de Verenigde Staten en Europa nu meer waarde dan hard currency staats- en bedrijfsobligaties in opkomende markten,' zegt Bakkum.

Volgens Meijers moet ook worden bedacht dat de correlatie tussen high yield in de Verenigde Staten en EMD in harde valuta vrij hoog is. Daarentegen is local currency veel meer gedreven door wat er in de lokale econo-

mieën gebeurt. 'Als bijvoorbeeld Latijns-Amerika meer in lijn beweegt met de Verenigde Staten, kan het best zo zijn dat Azië heel andere bewegingen laat zien. Juist dat stuk diversificatie maakt local currency interessant,' zegt Meijers. Local currency is volgens hem ook minder gevoelig voor een rentestijging in ontwikkelde landen dan EMD in harde valuta, omdat een aanhoudende vraag van lokale investeerders als pensioenfondsen en verzekeraars het negatieve effect van de uitstroom van buitenlandse partijen zal dempen. De portfoliostrategie van Robeco gaat ervan uit dat de markt ook in de toekomst los van de valutarisico's relatief hoge yields zal bieden en geeft aan dat een allocatie van 10-20% uitzicht geeft op een substantieel extra rendement zonder wezenlijke verandering van het risicoprofiel van de portefeuille.

### Favoriete landen

Over het algemeen blijven de fundamentals in emerging markets volgens de drie specialisten goed vergeleken bij die in ontwikkelde landen, maar blijft het wel zaak om kritisch naar de landenrisico's te kijken. Daarbij is het niet langer voldoende om alleen af te gaan op standaardstatistiek zoals de schuldpositie en het begrotingstekort, maar is het voor beleggers noodzakelijk zich een breed beeld te vormen van wat er speelt in een land. Landen als Rusland, China, India, Indonesië en Thailand herbergen weliswaar weinig risico's op grond van hun macro-economische fundamentals, maar scoren volgens Robeco slecht

als het gaat om zaken als milieu, maatschappij en bestuur (Environmental, Social, Governance of ESG). De politieke risico's in opkomende landen zijn nog altijd veel groter dan in ontwikkelde markten. In de beoordeling van de landenrisico's moet je dat zeker meewegen, aldus Meijers.

Mexico en Maleisië springen er wat hem betreft momenteel positief bovenuit en bieden beleggers een heel palet aan mogelijkheden, van local en hard currency-staatsleningen tot bedrijfsobligaties. Ook ING is nog enthousiast over Mexico, mede omdat dit land als een van de weinige emerging markets hervormingen doorvoert, en in iets mindere mate over Polen. Verder blijven India en Turkije volgens Bakkum interessant zolang de Fed het ruime monetaire beleid niet terugdraait. 'Deze landen, maar ook Zuid-Afrika, Indonesië en Brazilië, hebben heel veel kapitaal van buiten nodig om te kunnen blijven groeien. Dat kan een stuk moeilijker worden indien de centrale banken minder geld in het systeem gaan pompen,' zegt Bakkum.

Zijn grootste zorg is echter dat de Chinese groei op de lange termijn zal afvlakken. 'China is de belangrijkste groeimotor voor opkomende markten geweest en als die wegvalt zullen andere opkomende landen meer op eigen benen moeten gaan staan. Dit zal voor sommige heel lastig zijn.' Hoewel de fundamentals ten opzichte van het Westen goed zijn, waarschuwt Bakkum dat de groei in opkomende landen minder uitbundig is dan voorheen en dat de schulden en andere onevenwichtigheden toenemen. Selectie van de juiste landen wordt daarom nog belangrijker. Bakkum: 'Je wilt beleggen in landen waar binnenlandse groei is, de onevenwichtigheden niet al te groot zijn, hervormingen worden doorgevoerd en de afhankelijkheid van China beperkt is.'

JEROEN BOOGAARD IS FINANCIËL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.



FOTO: BINNEN, MAARTEN JAN BAKKUM



SANDOR STEVERINK



MAURICE MEIJERS

## 'HARD CURRENCY-LENINGEN IN DOLLARS OF EURO'S ZIJN VEEL MINDER IN TREK'



# Azië

## Boordevol kansen

Al jarenlang bieden **Schroder ISF\* Asian Smaller Companies** en **Schroder ISF Asian Opportunities** beleggers de kans te profiteren van het Aziatische succesverhaal. Onder leiding van de ervaren beheerders Paul Rathband en Robin Parbrook hebben de fondsen met hun uitzonderlijke resultaten een uitstekende reputatie opgebouwd.

De fondsbeheerders zijn in de regio gestationeerd en worden ondersteund door 28 lokale analisten\*\*, zodat ze direct kunnen inspelen op de aantrekkelijkste kansen in heel Azië.

Ga naar [www.schroders.nl/asian-opportunities](http://www.schroders.nl/asian-opportunities) voor de vijf belangrijkste redenen waarom het voor uw cliënten nu een ideaal moment kan zijn om te beleggen in Azië.

Performance-analyse	3 mnd	6 mnd	1 jaar	3 jaar	5 jaar
Schroder ISF Asian Smaller Companies	8,3%	15,7%	17,1%	10,0%	11,9%
Benchmark: MSCI AC Asia ex Japan small cap USD	5,7%	11,3%	13,3%	30,1%	26,2%
Kwartiel***	1	1	1	3	2
Schroder ISF Asian Opportunities	2,4%	6,5%	12,4%	31,4%	22,4%
Benchmark: MSCI AC Asia ex Japan TR	-0,7%	5,0%	7,1%	19,6%	16,7%
Kwartiel***	2	3	1	1	1

Bron: Schroders, per 31 maart 2013. Het rendement heeft betrekking op A accumulatieaandelen, in USD. Het is gegeven op NAV to NAV basis, netto-inkomsten herbelegd.

\*\*\* Bron: Schroders, per 31 maart 2013. Vergelijkingsgroep: Morningstar Europe OE Asia ex Japan Equity.

Schroder ISF Asian Smaller Companies | Schroder ISF Asian Opportunities

[www.schroders.nl](http://www.schroders.nl)



Schroders

\*Schroder International Selection Fund wordt in dit document aangeduid als Schroder ISF. \*\* Bron: Schroders, per 31 december 2012. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De koersen van aandelen en de daaruit gegenereerde inkomsten kunnen zowel dalen als stijgen, en het is mogelijk dat beleggers het oorspronkelijk geïnvesteerde bedrag niet terugkrijgen. Schroder International Selection Fund Asian Opportunities en Schroder International Selection Fund Asian Smaller Companies (hierna het "Schroder ISF Asian Opportunities en Schroder ISF Asian Smaller Companies") zijn subfondsen van Schroder ISF, een beleggingsinstelling gevestigd te Luxemburg. Schroder ISF, Schroder ISF Asian Opportunities en Schroder ISF Asian Smaller Companies zijn op grond van artikel 2:66 van de Wet op het financieel toezicht ("Wft") geregistreerd in het op grond van artikel 1:107 Wft door de Autoriteit Financiële Markten aangehouden register en om die reden kunnen rechten van deelneming in Schroder ISF, Schroder ISF Asian Opportunities en Schroder ISF Asian Smaller Companies 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](http://www.schroders.nl). Gegevens van derden zijn eigendom van de verstrekker van de gegevens en mogen niet worden verspreid, overgenomen of voor een ander doel worden gebruikt zonder toestemming van de verstrekker. Gegevens van derden worden verstrekt zonder enige garantie. Noch de verstrekker van de gegevens noch de uitgever van dit document kunnen aansprakelijk worden gesteld voor gegevens van derden. Het prospectus en/of [www.schroders.nl](http://www.schroders.nl) bevatten aanvullende disclaimers ten aanzien van gegevens van derden.

Loop geen onnodig risico.

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

1 2 3 4 5 6 7

Lees de Essentiële Beleggersinformatie.

DIT IS EEN VERPLICHTE MEDIEDDELING

# MEELIFTEN OP HET HERSTEL

## INDUSTRIËLE METALEN HEBBEN HOGE CORRELATIE MET ECONOMISCHE CYCLUS

Onafhankelijke vermogensbeheerder ziet tal van factoren die herstel kunnen frustreren.

TEKST HARM LUTTIKHEDDE

**B**eleggingen in koper, goud en olie rendeerden de afgelopen tijd slecht. Voor verschillende investeerders was dit reden om de exposure naar grondstoffen te verlagen of, zoals in het geval van vermogensbeheerder Optimix, tot nul te reduceren. Maar met een voorzichtig aantrekkende wereldeconomie kan daar verandering in komen.

Beleggen in grondstoffen draait om spreiding en rendement. Maar van dat laatste was de afgelopen jaren weinig sprake. Sinds de financiële crisis bewegen de prijzen van veel grondstoffen zich, binnen een bepaalde bandbreedte, zijwaarts. Zonder prijsstijgingen geen rendement, in tegenstelling tot aandelen of obligaties.

De lange rally in grondstoffen, de 'supercyclus', komt ten einde, stelde UBS. Martin Arnold, analist van ETF Securities, een aanbieder van grondstoffentrackers, vindt dat prematuur en misleidend. 'Er zijn zoveel "moving parts" binnen het aanbod van grondstoffen dat je altijd wel iets kunt vinden waar je als belegger beter van wordt.'

Een categorie die volgens Arnold interessante perspectieven biedt voor een belegger met een wat langere be-

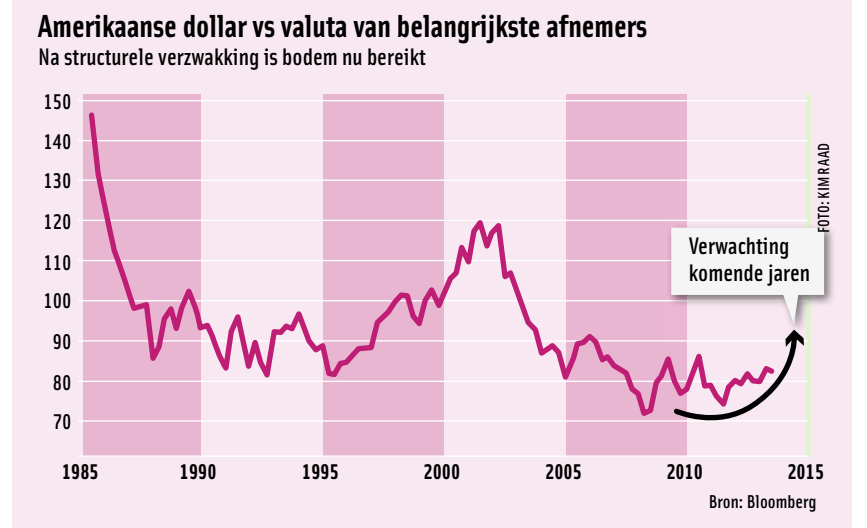
leggingshorizon zijn de industriële metalen, zoals aluminium, staal en koper. 'We staan aan het begin van een nieuwe economische cyclus. Industriële metalen vertonen een hoge correlatie met deze cyclus.'

Er zijn wel risico's op de korte termijn. Zo zijn de voorraden van enkele metalen fors toegenomen en de prijzen daardoor gedaald. Arnold wijt dit aan de 'polaire mindset' van beleggers waarbij periodes van risico toevoegen en risico mijden elkaar snel opvolgen.

### Supercyclus

Toch zijn de vooruitzichten voor de komende jaren overwegend positief, zegt hij. 'De productiesector in de VS groeit weer, terwijl het momentum in China verbeterd. Bovendien ligt het zwaartepunt van de vraag naar industriële metalen nu in opkomende landen. Deze zullen nog een enorme behoefte hebben aan deze categorie grondstoffen.' Een niet onbelangrijke factor is daarnaast de structurele onderinvestering in de mijnbouw, waardoor de productiecapaciteit niet snel opgevoerd kan worden als de vraag toeneemt. Arnold: 'Wanneer het herstel van de wereldeconomie meer gestalte krijgt, wat vooral afhankelijk is van het met schulden overladen Westen, dan maakt dat mogelijk de weg vrij voor stijgende grondstofprijzen.'

Diametraal tegenover de visie van ETFS staat die van Optimix. Hoewel



beleggingsstrategie Ivan Moen erkent dat industriële metalen bij uitstek gevoelig zijn voor de conjuncturele cyclus, spelen andere factoren in zijn ogen een belangrijkere rol. 'De afgelopen tien jaar was er sprake van een langdurige bullmarkt waarbij de invloed van de conjuncturele cyclus verminderde. Of het nu maïs, granen of olie was, alles ging omhoog. Niemand kijkt nu meer op van een olieprijs van \$ 90, maar hoewel die in 2008 op \$ 150 heeft gestaan, was tien jaar geleden een niveau van rond de \$ 30 normaal.'

Wat Moen bedoelt is dat er veel lucht in de grondstoffenmarkt zat waarvan zij zich nog altijd niet heeft

ontdaan. 'Speculanten hebben een belangrijke rol gespeeld in de supercyclus die grondstoffen hebben doorgemaakt. Nu zullen zij voor tegenwind kunnen zorgen door short te gaan.'

Een andere factor die een negatieve impact op de grondstofprijzen heeft, is een duurere dollar. Voor landen die grondstoffen moeten kopen – en de meeste opkomende landen zijn per saldo importeur – is een duurere dollar dan ook ongunstig. Moen verwacht dat die ontwikkeling doorzet. Hij houdt rekening met 1,10-1,15.

Een derde factor is de sterk opgeschaalde productiecapaciteit van grondstoffen. 'China produceert anderhalve keer de eigen behoefte aan staal. Het overschot verkopen ze op de wereldmarkt, wat de prijs drukt. Vraag en aanbod zijn nu in vergelijking met tien jaar geleden beter met elkaar in balans. Kortom, we zien meer bedreigingen dan kansen.'

## 'CHINA HEEFT EEN OVERSCHOT AAN GRONDSTOFFEN DAT HET OP DE MARKT VERKOOPT'

HARM LUTTIKHEDDE IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

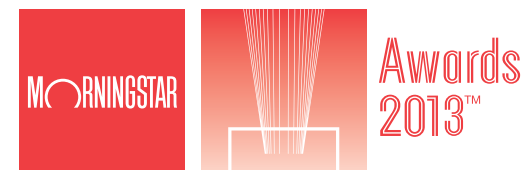
*Als je verliezers vermijdt, word je vanzelf winnaar...*

#### Delta Lloyd wederom bekroond bij de Morningstar Awards 2013

Net als in 2012 zijn we ook dit jaar uitgeroepen tot Beste Klein Fondshuis Obligatiefondsen. En daar zijn we trots op.

Kritisch denken loont, dat vindt ook de jury van de belangrijkste beleggersprijs in Nederland: de Morningstar Award. Kritisch beleggen kan bij obligaties tot verrassende resultaten leiden. Daarom stellen we risicobeheersing centraal en schatten we eigen research hoger in dan ratings en benchmarks. En dat doen we al sinds jaar en dag, crisis of geen crisis.

Kijkt u eens op [deltalloyd.nl/vastrentend](http://deltalloyd.nl/vastrentend). Daar vindt u onze unieke kijk op beleggen en wellicht inspiratie om weer eens met uw beleggingsadviseur om de tafel te gaan.



*Kritisch op het juiste moment* **delta lloyd**

De Delta Lloyd beleggingsfondsen zijn als beleggingsinstelling opgenomen in het register dat wordt gehouden door de Autoriteit Financiële Markten.

## ZORG- EN JAPAN-FONDSEN GAAN DIT JAAR AAN KOP

### BIOTECHFONDS VOERT FN UNIVERSE AAN

Japanfondsen profiteren sterk van het expansieve beleid van de regering-Abe, terwijl materialen en opkomende marktenfondsen dit kwartaal tegenvallen.

TEKST BARBARA NIEUWENHUIJSEN

**V**ooral aandelenfondsen die beleggen in de sector gezondheidszorg en biotech doen het goed dit jaar. Net als aandelenfondsen die beleggen in Japan.

In de top-5 van fondsen uit de FN Universe, de Fondsnieuws-database met meest bemiddelde fondsen in Nederland, met het hoogste rendement dit jaar tot nu toe, staan drie zorg- en biotechfondsen en twee Japan-fondsen.

Bovenaan staat UBS Equity Fund Biotech met een rendement tot en met 6 april dit jaar van 21,95%. Op de tweede plaats staat het BlackRock Japan Small en Midcap Opportunities Fund met een rendement van 21,50%. Ook op de derde plaats staat een Japan-fonds: het Gerson Lehrman Group Japan Core Alpha, met een rendement van 20,41%.

Hoewel aandelenfondsen het de eerste drie maanden van dit jaar gemiddeld beter deden dan absolute return-, obligatie- geldmarkt- en de overige fondsen in de FN Universe, zijn het ook vijf aandelenfondsen die

dit jaar tot nu toe de hoogste negatieve rendementen maakten. Vooral fondsen die belegden in de sectoren materialen en natuurlijke grondstoffen en opkomendemarktenfondsen bleven achter. Het BlackRock World Gold Fund behaalde tot en met 6 april dit jaar een jaarrendement van -20,22%, BlackRock World Mining deed -17,82 en JPMorgan Global Natural Resources -14,70. Op de vierde plaats van onderen staat de iShares MSCI Korea, met -9,78%, gevolgd door de iShares FTSE China 25, met -9,53% tot en met 6 april dit jaar.

#### BRICS

Ook de Goldman Sachs BRICs Portfolio Base behaalde een negatief rendement en wel van -7,24%. Dit wil niet zeggen dat er niet ook opkomendemarktenfondsen waren met hoge positieve rendementen. Het ING Invest Middle East & North Africa-fonds

### BNP PARIBAS IP HEEFT VEEL FONDSEN IN DE FN UNIVERSE DATABASE

#### FN Universe

Top-5 alle categorieën, rendement in %, dit jaar tot en met 6 april

UBS Equity Fund Biotech	21,95
BlackRock Japan Small & Midcap Opportunities Fund	21,50
Gerson Lehrman Group Japan Core Alpha	20,41
BNP Paribas Equity World Healthcare	19,02
ING Healthcare Fund	18,47

Top-5 FN Universe obligaties, rendement in %, dit jaar tot en met 6 april

JPMorgan Global Convertibles	5,74
iShares Markt iBoxx USD High Yield	5,40
Blue Bay Convertible Bond Fund	4,84
Templeton Global Bond USD	4,65
BNP Paribas Bond Convertible World	4,36

Gem. rendement in % per beleggingscategorie FN Universe, dit jaar tot en met 6 april

Aandelen	5,43
Absolute return	3,44
Obligaties	1,30
Geldmarkt	0,07
Overige	-2,27

Bron: FN Universe, VWD Group

bijvoorbeeld, maakte een rendement van 15,94%.

Op obligatiegebied deden converteerbare obligaties het vooral goed. JPMorgan Global Convertibles behaalde tot 6 april dit jaar een rendement van 5,74%. Bij de mixfondsen behaalden de meest offensieve fondsen vooral mooie rendementen.

Robeco Dynamic Mix (+9,61%), BNP Paribas Model Fund 6 (+9,15%), ABN Amro Profiefonds 6 (+8,62%). Een aantal defensieve profiefondsen behaalde maar amper een positief rendement: BNP Paribas Model Fund 1 (+0,31%), ABN Amro Profiefonds 1 (+0,34%). Geldmarktfondsen in de FN Universe maakten dit jaar tot nu toe rendementen tussen de -0,32% en 0,78%.

#### Absolute return

Het absolute return-fonds met het hoogste rendement over 2013 tot en met 6 april was Het BNP Paribas Plan International Derivatives Fund. Dit fonds behaalde een rendement van 15,71%. De overige vier plaatsen in de top-5 van de categorie absolute return werden ingenomen door fondsen van Edmond de Rothschild, en wel Edmond de Rothschild Leverageadged Capital Holdings, Edmond de Rothschild Asian Capital Holdings, Edmond de Rothschild European Capital Holdings en Edmond de Rothschild Trading Capital Holdings.

Fondsen die direct beleggen in grondstoffen deden het de eerste drie maanden van dit jaar niet heel goed. Het grondstoffenfonds in de FN Universe met het hoogste rendement tot en met 6 april dit jaar is het ETF Securities Physical Platinum ETC, met een rendement van 1,66%. Helemaal onderaan de lijst van deze categorie staat ETF Securities Physical Silver ETC, met een negatief rendement van 8,50%.

BARBARA NIEUWENHUIJSEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

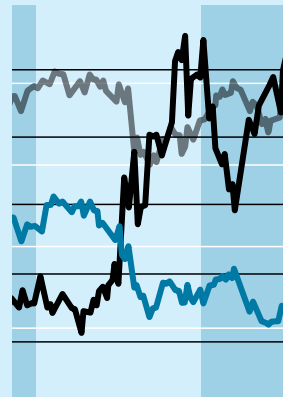
# THEMA: EUROPESE AANDELEN



## FRANKRIJK-DUITSLAND

De Franse economie blijft bij de Duitse achter. Maar dat geldt niet per definitie voor de CAC 40 versus de Dax.

PAGINA 28-29



## Z-EUROPA: GORDELS OM

Wie in Zuid-Europa wil beleggen moet de politieke risico's goed in het oog houden. Stock picking, luidt het devies.

PAGINA 31

EN VERDER

## KEUZE IN WAARDERING

De beste maatstaven voor waardering van aandelen

PAGINA 27

# EUROPA IS EEN WERELDCONTINENT

Europa is de wagon achter de Amerikaanse locomotief. De waardering blijft historisch achter. 'Maar het zou een misverstand zijn Europese multinationals te negeren. Want het zijn wereldspelers.'

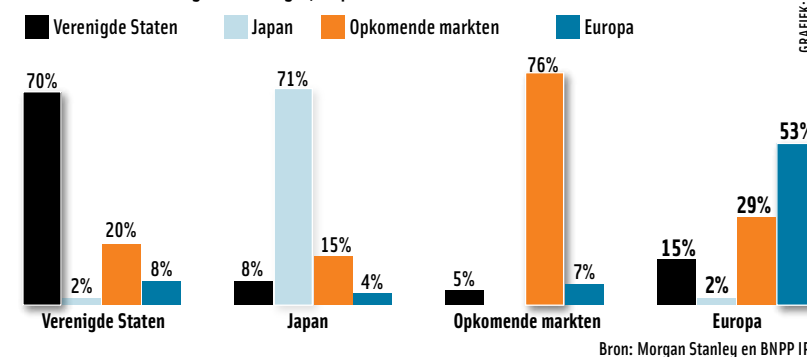
TEKST FRANK VAN ALPHEN

Volgens stock picker Andrew King van BNP Paribas Investment Partners bieden Europese aandelen volop kansen. Ze zijn goedkoper dan Amerikaanse aandelen. Bijkomend voordeel is dat de belegger via Europese multinationale ondernemingen over de hele wereld actief is.

De waardering van Europese aandelen ligt z'n 40% onder de Amerikaanse waardering, stelt King, hoofd Europese aandelen bij BNP Paribas Investment Partners. King kijkt naar de koers-winstverhouding (k/w) gemeten over tien jaar, de Shiller-ratio. 'Het gebruik van de k/w over een langere periode haalt de volatiliteit uit de cijfers. Bij deze ratio op basis van de verwachte

### Europa kent de sterkste spreiding

Overzeese investeringen naar regio, in procenten



winst zie je allerlei uitschieters.'

De grafiek met de vergelijking tussen de Europese en de Amerikaanse k/w laat zien dat Europese aandelen vrijwel altijd lager worden gewaardeerd. 'Dat heeft een aantal structurele oorzaken', zegt King. 'Op de Amerikaanse beurs staan veel technologieconcerns genoteerd met een relatief hoge waardering. Europa heeft juist veel minder technologiefondsen. An-

dere redenen voor de lagere waardering zoekt King in de verschillen in de demografie en de regelgeving. 'Europa vergrijsd en dat leidt tot een lagere groei. Dat element weegt mee in de waardering van aandelen. Verder is de arbeidsmarkt in Europa minder flexibel dan in de VS.'

Verder kampt Europa de afgelopen jaren met het negatieve sentiment rond de eurocrisis. 'In veel portefeuil-

les is Europa onderwogen' zegt King. 'Ik verwacht niet vermogensbeheerders hun aandeel Europa verder gaan verlagen. Dat legt een bodem in de markt.'

### Negatief sentiment

J.P.Morgan becijferde onlangs dat Europese aandelen 13% lager gewaardeerd zijn dan Amerikaanse, bij een k/w op basis van de verwachte winst. Gemiddeld is het verschil 10% in het voordeel van de VS. Volgens J.P.Morgan is het daarom een misvat-

**'DOOR DE ONDERWEGING LIGT ER EEN BODEM IN DE MARKT'**

ting te denken dat Europese aandelen spotgoedkoop zijn.

King wil als belegger niet blijven steken bij de constatering dat Europa op veel fronten minder kansen zou bieden dan de Verenigde Staten. 'De cijfers zijn een optelsom van alle sectoren. Als je dieper in de cijfers duikt, zie je dat het waarderingsverschil te wijten is aan vier sectoren: financials, telecom, nutsbedrijven en consumentenproducten.'

### Consolidatie in Europa

Bij de eerste drie sectoren valt volgens King goed te verklaren waarom ze lager worden gewaardeerd. Bij consumentenproducten is dat lastiger omdat die sector bestaat uit veel verschillende bedrijven met ieder hun eigen karakteristieken.

Dat Europese banken en verzekeraars het zwaar te verduren hebben, zal niemand verbazen. 'Maar er is veel gebeurd in de bankensector waardoor de vooruitzichten zijn verbeterd. Zo is in Groot-Brittannië en Spanje het aantal banken enorm geslonken. Consolidatie van de markt leidt tot hogere marges omdat de concurrentie is afgenomen', meent de BNPP IP-belegger.

Telecombedrijven worstelen met dure overheidslicenties en hun verdienmodel. Telefontikken worden minder belangrijk door de toegenomen communicatie via internet. Energiebedrijven kampen met minder vraag door de verslechterde economische situatie en meer aanbod van groene energie aan de andere kant.

Volgens King is het internationale karakter van grote Europese concerns een extra argument Europa niet te negeren. 'Europese bedrijven halen ongeveer de helft van hun omzet/winst uit Europa. De rest komt uit de VS en opkomende markten. In de VS ligt dat heel anders. Die bedrijven halen minder dan een derde van hun omzet buiten de grenzen. Wie belegt in Europese fondsen belegt eigenlijk wereldwijd.'

Stéphane Jeannin, expert Ameri-

kaanse aandelen bij Threadneedle Investments, erkent dat Amerikaanse bedrijven gemiddeld minder actief zijn buiten de landsgrenzen. 'Maar als stock picker let ik niet zo op marktgemiddeldes. Ik richt me op specifieke bedrijven. Er zijn in de VS genoeg ondernemingen die ook veel activiteiten ontplooiën in Europa of de opkomende markten.'

### Aanjager: huizenmarkt

Het verschil in waardering is volgens Jeannin gering. Amerikaanse fondsen zijn slechts een fractie duurder als wordt gekeken naar verwachte winsten. Daarnaast is het dividendrendement in de VS iets lager. Amerikaanse ondernemingen keren minder dividend uit dan Europese bedrijven, aldus Jeannin. Voor de VS (S&P 500) hanteert Threadneedle een k/w van 13,3 en voor Europa (MSCI) een van 11,6.

Optimiz wijst erop dat de Amerikaans k/w de helft is van de k/w in maart 2000, toen de S&P ook piekte boven de 1500 punten. Volgens de vermogensbeheerder zijn Amerikaanse

aandelen daarom nog steeds aantrekkelijk, vooral omdat de rente laag is. In 2000 was de rente op tienjarige Amerikaanse staatsleningen dik 6%.

Jeannin heeft hogere verwachtingen van de Amerikaanse economie dan van de Europese veerkracht. 'Ik verwacht een winstgroei van 9% dit jaar. In Europa zal het hoogstens 5% zijn', zegt de portfoliomanager.

Volgens Jeannin staat de Amerikaanse economie er een stuk beter voor dan pakweg een halfjaar geleden. 'Een aantal zaken is minder onzeker geworden. De eurocrisis is in rustiger vaarwater gekomen, de fiscale cliff wordt aangepakt en de verkiezingen zijn achter de rug. Verder houdt de Fed de rente laag en zorgt ze voor voldoende liquiditeit.'

**'DE GROEI VAN DE WINST ZAL IN DE VS 9% BEDRAGEN EN IN EUROPA 5%'**

Jeannin voorspelt dat er voor beleggers in de VS meer in het vat zit dan in Europa. 'Het aantal fusies en overnames neemt weer toe omdat bedrijven geld in kas hebben. Ondernemingen kunnen drie dingen doen als ze cash hebben: investeren, teruggeven aan de aandeelhouders of overnames doen. Bij de huidige waarden zijn overnames goed te verdedigen.'

Hij ziet de huizenmarkt als voornaamste aanjager van het Amerikaanse herstel. 'De impact van de huizenmarkt is groot. Niet alleen bouwbedrijven profiteren. Het herstel zorgt voor nieuwe banen voor lager geschoolden. Werklozen die werk vinden, kunnen weer meer gaan consumeren.'

Verder hebben de banken baat bij verbeteringen op de huizenmarkt. 'Huizen zijn onderpand van veel leningen', stelt Jeannin. 'Als de huizenprijzen weer stijgen en minder mensen in betalingsproblemen komen, merken banken dat direct. Ze hoeven onder meer minder geld te reserveren voor tegenvallers.'

FRANK VAN ALPHEN IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.





## Lipper Group Award 2013

### ING INVESTMENT MANAGEMENT

Net als voor Ranomi Kromowidjojo en Thom Hoffman geldt voor ons maar één ding: topprestaties willen leveren. Wij doen dat met een hecht team van ervaren beleggingsprofessionals, dat er staat voor de klant. Het is onze ambitie naast onze klanten te staan. We zijn daarom trots dat we zijn uitgeroepen tot de beste grote aanbieder van beleggingsfondsen in Nederland.

[www.beleggenis.nl](http://www.beleggenis.nl)

INVESTMENT MANAGEMENT



Deze advertentie is uitsluitend opgesteld voor promotiedoeleinden en is geen aanbod noch een uitnodiging om effecten of een beleggingsinstrument te kopen of verkopen of om deel te nemen in een handelstrategie. De informatie en mogelijke aanbevelingen kunnen zonder voorafgaande kennisgeving worden gewijzigd. Geen aansprakelijkheid zal worden aanvaard voor schade die door de lezers wordt geleden als het gevolg van het gebruik van of het zich baseren op deze publicatie. De waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. Loop geen onnodig risico. Lees de Essentiële Beleggersinformatie voordat u een product koopt. Het prospectus, supplement en de Essentiële Beleggersinformatie zijn verkrijgbaar via [www.ingim.nl](http://www.ingim.nl). Op deze disclaimer is Nederlands recht van toepassing.

# K/W: EEN VERRADERLIJKE GIDS

## ZOEKTOCHT NAAR DE BESTE RATIO'S TER BEOORDELING VAN DE WAARDERING

'Dat vage gepraat over aandelen die te duur of te goedkoop zouden zijn heeft helemaal geen zin.'

TEKST FRANK VAN ALPHEN

**F**inanciële ratio's lijken op vuurwerk: ze zien er mooi uit, maar zijn levensgevaarlijk bij onzorgvuldig gebruik. Ratio's zoals de koers-winstverhouding (k/w) worden volgens waarderingsdeskundige Willem Schramade vaak zonder nadenken opgevoerd als bewijs voor de stelling dat een bedrijf te duur of te goedkoop is. Aandeel X is goedkoop, want de k/w is lager dan de gemiddelde k/w in de sector. Variaties daarop duiken vaak op in artikelen en analistenrapporten. Een versimpeling, vindt Schramade, grondstoffenanalist bij Robeco die zich heeft verdiept in waarderingsvraagstukken.

'Probleem is dat er veel impliciete veronderstellingen zitten in de k/w (koers gedeeld door de verwachte winst). Verkeerde interpretaties liggen op de loer', aldus Schramade. De eerste aanname is dat de gemeten winst representatief is voor de toekomst. 'Vaak is dat niet het geval: bedrijven die snel groeien of die tijdelijk onder hun normale niveau zitten, zullen in de toekomst veel hogere winsten hebben en verdienen dan ook een hogere k/w dan andere bedrijven. Vooral voor cyclische bedrijven is dat problematisch.'

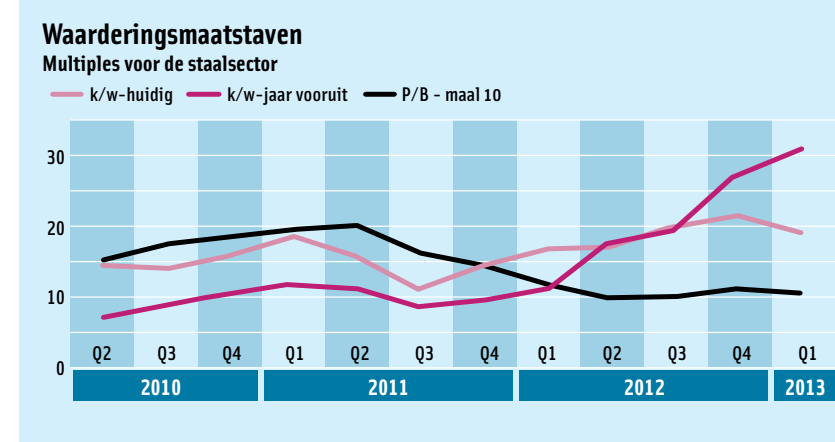
Verder gaan analisten er vaak impliciet van uit dat de gemiddelde k/w van een sector juist is, terwijl de k/w van

een specifiek bedrijf niet klopt. 'Het is ook mogelijk dat de k/w van de sector te hoog is. Bovendien is het de vraag of het bedrijf wel goed vergelijkbaar is met de rest van de sector. Of moet je een andere peergroup kiezen? Een andere benchmark is de historische waarde van de multiplier. Daarbij sta je weer voor de keuze welke peergroup en periode je moet kiezen.'

Van belang is ook welke k/w wordt gebruikt. 'Ga je uit van de verwachte winst of van de winst van de afgelopen tijd? Ook zijn er bij het verwachte resultaat weer verschillen tussen de gemiddelde voorspelde winst door een groep analisten of de winst die een bepaalde analist ziet. Het is een black box. Misschien zijn er winstverwachtingen die al lang niet zijn geactualiseerd.'

Volgens Schramade is een van de zwakke kanten het winstbegrip zelf. 'De winst van identieke bedrijven kan enorm verschillen omdat ze op een verschillende manier de goodwill afschrijven. Stel, twee identieke bedrijven hebben een overname gedaan. Bedrijf A heeft de goodwill in één keer afgeschreven. Bedrijf B spreidt de afschrijving over tien jaar en rapporteert daardoor jaren-

**'EEN VAN DE ZWAKKE KANTEN VAN WAARDERING IS VAAK HET WINSTBEGRIJF ZELF'**



lang een minder hoge winst, maar qua kasstroom en waarde is er geen verschil. Hier zegt het verschil in k/w erg weinig.'

### De p/e van Shiller

Een vergelijking van markten op basis van k/w is volgens Schramade hachelijk. Wel helpt het om de Shiller PE te gebruiken, die niet de huidige winst neemt, maar die van de afgelopen tien jaar. Daardoor heb je een stabiele basis. Toch blijft het oppassen: 'Onlangs las ik dat de Shiller PE van Amerikaanse aandelen hoger was dan die van Europese. Je kunt de conclusie trekken dat Europese aandelen goedkoop zijn. Dat hoeft niet zo te zijn. Je kunt ook concluderen dat Amerikaanse aandelen te duur zijn. Je blijft zitten met vragen. Hoe representatief zijn de winsten van het verleden voor de toekomst? En op welke multiple is de markt juist gewaardeerd?'

De price-to-book ratio (PB) is volgens Schramade een 'aardige' ratio. 'Die

biedt een natuurlijke benchmark in de vorm van het rendement op eigen vermogen (ROE). Beide ratio's zijn gebaseerd op de boekwaarde van het eigen vermogen. Hoe hoger het rendement op eigen vermogen, des te hoger is de gerechtvaardigde prijs (PB). Maar ook hier zitten haken en ogen aan: er zijn correcties nodig voor geëist rendement, boekhoudmethoden en groei.'

De beste waarderingsmethode is volgens Schramade de discounted cashflow-techniek. 'Daarbij maak je de veronderstellingen expliciet, zoals verwachte omzetgroei, de margeontwikkeling en kosten van kapitaal. Dat biedt de gelegenheid te discussiëren over die aannames. Die moet je kunnen verdedigen om tot een afgewogen oordeel te komen. Dat is interessanter dan vaag gepraat over bepaalde aandelen die te duur of te goedkoop zouden zijn.'

FRANK VAN ALPHEN IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.

# FRANKRIJK-DUIJTSLAND: VOORALSNOG ONBESLIST

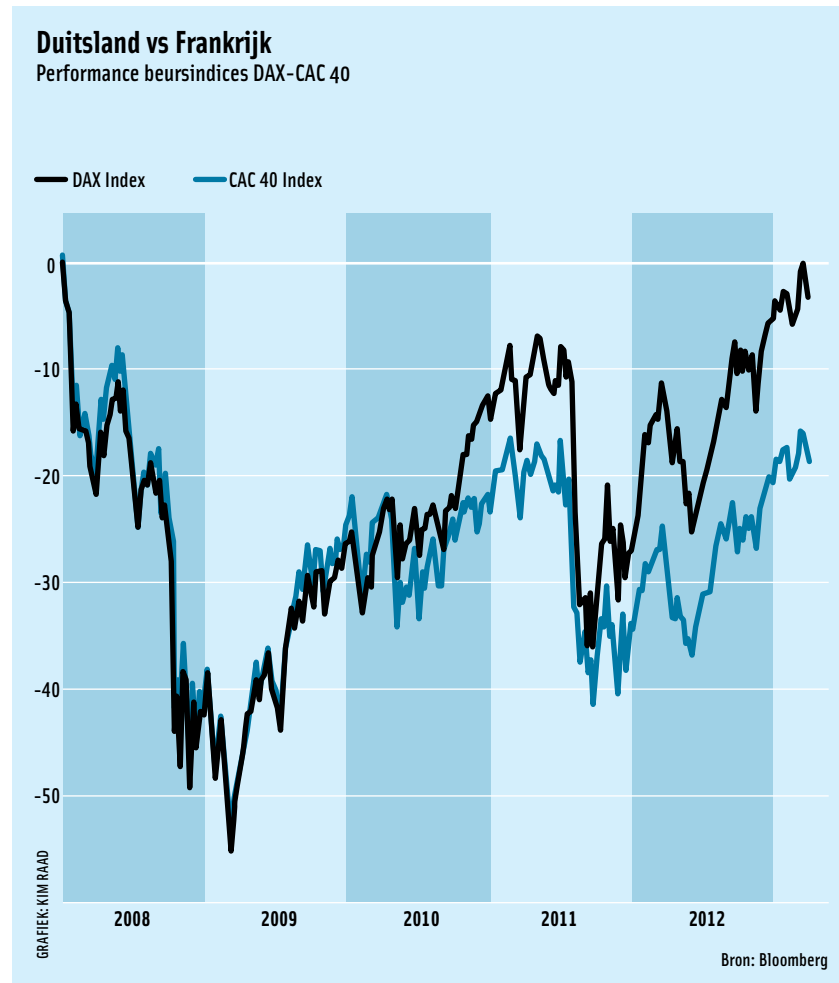
'BEURZEN ZIJN GEEN AFSPIEGELING MEER VAN DE BINNENLANDSE ECONOMIE'

Hoewel de Franse economie achterblijft bij die van Duitsland, kunnen Franse multinationals de concurrentie met Duitse bedrijven goed aan. Franse bedrijven hebben sinds de invoering van de euro veel productie naar het buitenland verplaatst. De CAC 40 deed het de laatste jaren goed.

TEKST TIJBBE HOEKSTRA

**D**e Duitse economie staat er in alle opzichten beter voor dan de Franse. Toch doen Franse aandelen het dit jaar beter dan die uit het oostelijke buurland. Aandelenbeurzen vormen geen afspiegeling meer van de staat van de binnenlandse economie, concludeert aandelenstrateg Patrick Moonen van ING IM. 'Ondanks dat het in Duitsland veel beter gaat dan in Frankrijk, vind ik het als aandelenbelegger erg moeilijk om te moeten kiezen tussen Frankrijk en Duitsland.'

Zo is het consumentenvertrouwen in Duitsland robuust, ligt de werkloosheid op een recordlaagte en stijgen de reële lonen dit jaar fors. In Frankrijk is het precies omgekeerd. Bovendien staat de concurrentiepositie van Frankrijk onder druk door de hoge loonkosten. Ondanks die grote structurele verschillen in het nadeel van



Frankrijk doet de Franse hoofdgraadmeter CAC 40 het dit jaar met een stijging van 1,7% beter dan de DAX, die dit jaar slechts 0,84% in de plus staat.

Didier Saint-Georges, lid van het investeringscomité van de Franse vermogensbeheerder Carmignac, heeft wel een verklaring voor de goede prestaties van Franse bedrijven. 'Sinds de invoering van de euro hebben die te maken gehad met een overgewaardeerde munt. Veel CAC 40-bedrijven hebben de afgelopen jaren in reactie daarop hun productie deels naar het buitenland verplaatst.'

## Uitgebalanceerde index

'De CAC 40 is meer gebalanceerd dan de DAX. Alle sectoren zijn er ongeveer in gelijke mate vertegenwoordigd, terwijl in Duitsland de nadruk ligt op de auto-industrie en basismaterialen. Die sectoren zijn erg afhankelijk van de mondiale economische groei,' zegt Gilles Guibout, aandelenexpert bij de Franse vermogensbeheerder AXA IM. 'De consumentensector is op de Franse markt de grootste, met een weging van 23%. In Duitsland is dat 19%,

maar meer dan de helft daarvan bestaat uit autofabrikanten.'

Consumentenbedrijven behoren dit jaar in Parijs tot de sterkste stijgers. Kering, het voormalige PPR, dat eigenaar is van bekende modemerken als Gucci en Yves Saint-Laurent, en L'Oréal staan dit jaar op een winst van respectievelijk 18 en 16%. Ook aan de DAX doet de sector het goed. Bedrijven als Henkel, dat merken als Schwarzkopf en Persil voert, Adidas en Beiersdorf, bekend van Nivea, staan dit jaar aan kop van de hoofdgraadmeter in Frankfurt.

Mattias Born, beheerder van het Euroland Equity Growth Fund van vermogensbeheerder Allianz Global Investors, belegt in zowel Frankrijk als Duitsland, en speelt op die trend in. 'Op dit moment zijn we in beide landen overwogen, maar we zijn juist vanwege de prominente consumentensector aldaar sterker in Frankrijk vertegenwoordigd.'

## Auto-industrie

Overigens zijn de waarderingen van Duitse bedrijven wel nog steeds aantrekkelijker dan die van Franse, wat ook weer deels komt doordat consumentengerelateerde bedrijven over het algemeen hogere koers-winstverhoudingen hebben. 'De gemiddelde koers-winstverhouding op de DAX ligt op 12. In Frankrijk staat die bijna op 16. Het verschil is nog frappanter als we rekening houden met de obligatierendementen, die in Duitsland lager liggen dan in Frankrijk,' zegt aandelenstrateg Moonen van ING IM.

De Duitse markt is, met de sterke vertegenwoordiging van de auto-industrie en de chemiesector, daarentegen meer cyclisch van aard. Vorig jaar boekten de autoproducenten BMW en Volkswagen nog forse koersstijgingen dankzij recordverkoop in Azië. Dit jaar staan de twee bedrijven echter 9% in de min. 'De auto-industrie heeft nu ook last gekregen van de malaise in Europa en begint te lijden onder prijs-



concurrentie in China' zegt Born van Allianz GI.

Saint-Georges van vermogensbeheerder Carmignac verklaart die terugval ook uit de toegenomen concu-

**'ALS BELEGGERS IN AANDELEN IS HET MOEILIK KIEZEN TUSSEN DEZE TWEE LANDEEN'**

rentie van Japanse bedrijven door de devaluatie van de yen. 'De Duitse exportsector concurreert veel sterker met Japan dan de Franse. Daarnaast was Duitsland vorig jaar sowieso al een geval apart. De laatste jaren doen defensieve bedrijven het over het algemeen namelijk beter.'

De Duitse midcap-index MDAX lijkt juist wel te profiteren van de sterke Duitse binnenconjunctuur. De beursgraadmeter staat dit jaar 9% in de plus.

'Voor een deel komt dat door de grotere afhankelijkheid van de Duitse economie,' aldus Henning Gebhardt, be-

heerder van het DWS Aktien Strategie Deutschland fonds van Deutsche Asset & Wealth Management (DeAWM). Drie van de vier best presterende MDAX-bedrijven, ProSiebenSat1, Kabel Deutschland en geneesmiddelenfabrikant Stada Arzneimittel, halen het leeuwendeel van hun omzet uit Duitsland. Gebhardt belegt 40% van zijn € 1,09 miljard grote fonds, dat dit jaar 3,14% in de plus staat, in Duitse midcaps.

## Small- en midcaps

De MDAX doet het overigens al jaren stelselmatig beter dan zijn grote broer DAX. De afgelopen tien jaar steeg de MDAX twee keer zo hard. Door die koersstijgingen is de MDAX inmiddels wel wat duur geworden, zegt fondsmanager Born van Allianz GI. 'Op de MDAX-bedrijven zit geen korting meer ten opzichte van de grote Duitse ondernemingen.'

De Franse CAC Mid 60-index blijft dit jaar weliswaar achter bij de MDAX, maar staat wel ruim 4% in de plus. 'Ook de Franse midcaps zijn nu veel minder afhankelijk van de binnenlandse markt dan tien jaar geleden,' legt Guibout van AXA IM uit. Het zijn voornamelijk bedrijven die afhankelijk zijn van de bouw en mediaondernemingen die het lastig hebben. 'In de mediasector zijn we dan ook onderwogen, en in de bouwsector zitten we helemaal niet.'

De huidige macro-economische omstandigheden spreken echter in het voordeel van mid- en smallcaps, vindt aandelenstrateg Moonen van ING IM. 'Als gevolg van de daling van de volatiliteit en de macro-economische stabilisatie beginnen fusies en overnames nu ingeprijsd te raken. Dankzij de geldinjecties van de centrale banken is er nu ook veel liquiditeit beschikbaar en liggen de rentes laag. Dat is traditioneel een steun voor kleinere bedrijven.' ■

TIJBBE HOEKSTRA IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

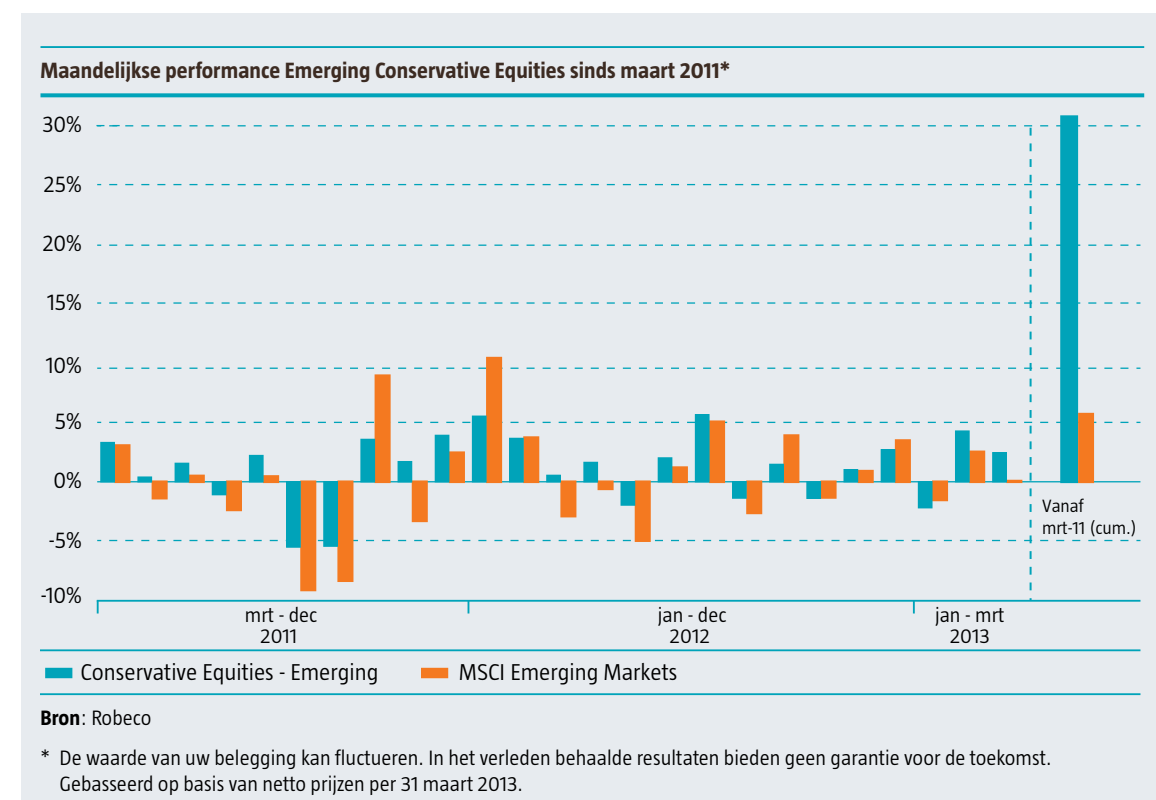
# Laagvolatiel beleggen: minder hard dalen, dus sneller herstellen

De gedachte achter laagvolatiel beleggen is dat bepaalde aandelen in slechte tijden naar verwachting minder hard dalen dan andere aandelen. Als de markten weer aantrekken, hoeven laagvolatiele aandelen minder goed te maken om weer op het oude peil te komen.

In de grafiek hebben we dit zichtbaar gemaakt. We hebben het fonds Robeco Emerging Conservative Equities vanaf de lancering in maart 2011 vergeleken met de MSCI Emerging Markets Index. Het cumulatieve rendement van Emerging Conservative Equities bedroeg over deze periode 31,6% (14,1% per jaar gemiddeld)\* met een volatiliteit van slechts 10,2%,

terwijl de referentie-index een rendement van 2,8% had bij een volatiliteit van 15,7%.\*

Ter verduidelijking, een aandeel dat bijvoorbeeld 20 procent daalt, moet 25 procent stijgen om weer op het oude niveau terug te komen. En een aandeel dat 50 procent daalt, moet maar liefst 100 procent terugwinnen!



Een aandeel dat minder hard gedaald is, heeft minder goed te maken en zal naar verwachting sneller herstellen. Opvallend is dat laagvolatiele aandelen in stijgende markten naar verwachting maar beperkt achterblijven bij andere aandelen. Die combinatie vormt de aantrekkingskracht van laagvolatiel beleggen.

Robeco heeft al meer dan zes jaar ervaring met zijn strategie in laagvolatiele aandelenportefeuilles, Europees (Robeco European Conservative Equities) en wereldwijd (Robeco Global Conservative Equities). Inmiddels beheren wij EUR 4 miljard aan laagvolatiele aandelen (per 31-03-2013). Wij gebruiken onze zeer uitgebreide expertise om een langetermijnstrategie neer te zetten voor aandelen die in een neergaande markt minder hard dalen, waardoor ze sneller herstellen. Over het algemeen hebben deze aandelen ook hogere dividendrendementen. We streven voor Emerging Conservative Equities naar een dividend van circa 5% per jaar.

**Wilt u meer weten?**  
Kijk dan op [www.robeco.nl/emerging](http://www.robeco.nl/emerging) waar fondsmanager Pim van Vliet toelicht hoe in slechte tijden minder wordt verloren en in goede tijden relatief minder wordt 'gemist'.

**ROBECO**  
The Investment Engineers

**Belangrijke informatie**  
Robeco Institutional Asset Management B.V. (Handelsregister nummer 24123167) heeft een vergunning van de Autoriteit Financiële Markten te Amsterdam.

# WEES SELECTIEF IN ZUID-EUROPESE AANDELEN

## ALLEEN SPANJE EN ITALIË RELEVANT

De hervormingen in Spanje laten een begin van duurzaam herstel zien, in tegenstelling tot Italië, waar toch niet écht hard is ingegrepen. Beleggingsprofessionals adviseren stock picking.

TEKST HARM LUTTIKHEDDE

**D**e landen in Zuid-Europa gaan zwaar gebukt onder de financiële crisis. Moet dit een belegger ervan weerhouden om in aandelen uit deze landen te stappen?

'Stock pickers vinden overal mogelijkheden' zegt van Antoine Badel, partner van de Britse fondsboutique Alken. Hij wijst op de wereldwijd opererende bedrijven die zich aan de crisis in eigen land kunnen onttrekken, maar ook op bedrijven die in moeilijke omstandigheden gedijen, zoals JazzTel, uitdager op de Spaanse telecommarkt.

Badel meent dat Spanje op een keerpunt staat. 'De economische groei zal vanaf nu weer geleidelijk aan herstellen, al zal daar op straat nog niet veel van te merken zijn.'

Voor de private sector wordt

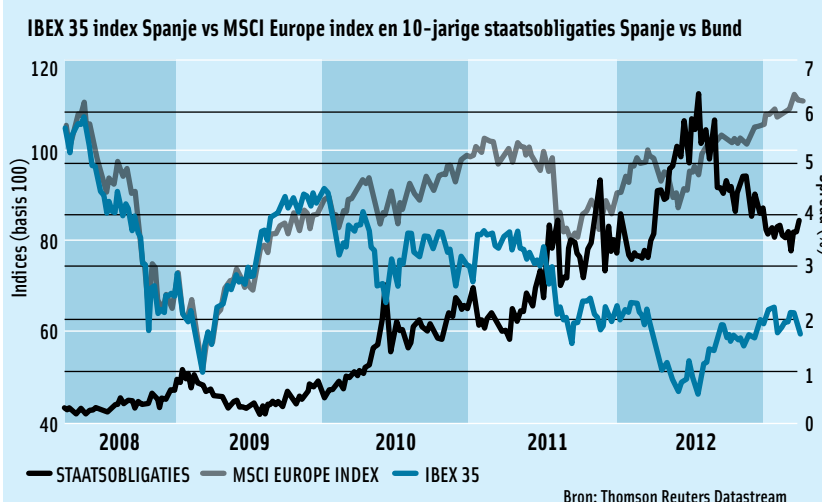
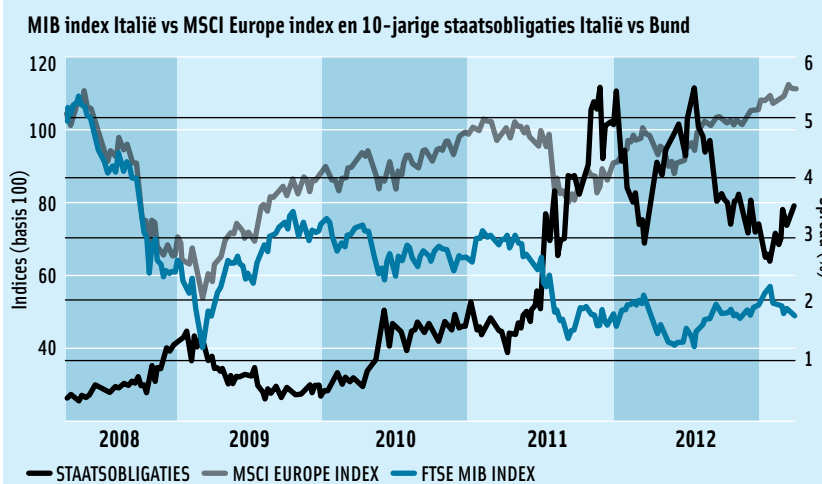
agressief hervormd, waardoor de concurrentiekracht en de export van het land aantrekken. In de vastgoedsector is de bubbel vrijwel leeggelopen. Het vertrouwen in Spanje is dermate toegenomen dat Alken zelfs weer kleine posities in (lokale) banken durft in te nemen, een sector die tot voor kort als niet-investeerbaar gold. Badel vindt Italië een stuk minder aantrekkelijk, omdat daar hervormingen minder daadkrachtig zijn doorgevoerd. Dat blijkt uit de blootstelling: 3% voor Italië en ruim 16% voor Spanje.

Edmond de Rothschild Asset Management (EdRAM) denkt het tegenovergestelde. De voor Spanje belangrijke bouwsector heeft door overaanbod en demografische ontwikkeling nog jaren nodig om erbovenop te komen, zegt Anthony Penel, beheerder van het Edmond de Rothschild Europe Value & Yield fonds.

Hoewel Italië niet met de naweën van een geklaptte bubbel worstelt, heeft het land vooral huisgemaakte problemen. Verder moeten aandelen-

### Kern Europa scheidt zich van Zuid-Europa af

Verschillen op aandelen- en obligatiemarkten lopen op



beleggers rekening houden met de vaak beperkte free float van het aandelenkapitaal. Families, stichtingen of de staat hebben vaak een aanzienlijk deel van de aandelen in handen. Dat kan oplopen tot meer dan 50%. Hun belangen en langetermijnvisie kunnen verschillen met die van de overige aandeelhouders.'

De beleggingsspecialisten hebben het alleen over de aandelenmarkten van Spanje en Italië; de overige Zuid-Europese landen doen er eigenlijk niet echt toe. Dit blijkt bijvoorbeeld uit de weging die Portugal en Griekenland hebben in de Stoxx Europe 600-index van respectievelijk 0,29% en 0,12%.

## 'DE PRIVATE SECTOR IN SPANJE WORDT ZEER AGRESSIEF HERVORMD'

Hoewel de beurzen in zowel Spanje als Italië ver zijn achtergebleven in vergelijking met de brede MSCI Europe Index doet de gemiddelde koerswinstverhouding er nauwelijks voor onder. 'In de breedte is niet zo veel upside meer te behalen' zegt Koen Popleu, vice-hoofd Europese aandelen bij Dexia Asset Management. Hij is ook niet zo positief, gelet op de risicopremie op Spaans en Italiaans staatspapier. 'Hoe groter de spread, hoe groter de kans dat aandelen underperformen.'

Hoewel Popleu niet uitsluit dat de exposure naar Zuid-Europa wordt vergroot, ziet hij weinig mogelijkheden, vooral niet in Spanje, waar Dexia in drie bedrijven belegt. 'In beide landen hebben banken, nutsbedrijven en telecombedrijven een relatief zware weging binnen de index. Maar deze sectoren scoren niet zo goed op onze financiële investeringscriteria, zoals duurzame groei en waardecreatie.'

HARM LUTTIKHEDDE IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.



Deutsche Asset  
& Wealth Management

## Onze dividendstrategieën samen onder één dak.

Deutsche Asset & Wealth Management – Europa's eerste keus voor wereldwijd dividendbeleggen.<sup>1</sup>

Beleggers blijven op zoek naar inkomensgerichte strategieën. Dividuitkerende aandelen blijven dan ook onverminderd populair onder beleggers. Deutsche Asset & Wealth Management heeft een schat aan ervaring met het beleggen in dividendstrategieën voor zowel actieve als passieve beleggingsstijlen. Wij hebben nu onze beste dividendideeën samen onder één dak gebracht.

Meer informatie is beschikbaar op onze website [www.DWS.nl](http://www.DWS.nl)

Active | Passive | Alternative

*Passion to Perform*



Belangrijke informatie: In Nederland worden de producten van Deutsche Asset & Wealth Management (DeAWM) u aangeboden door Deutsche Bank AG Amsterdam Branch. DeAWM 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 [dws.nl](http://dws.nl). De waarde is afhankelijk van ontwikkelingen op de financiële markten en kan als gevolg van het beleggingsbeleid sterk fluctueren. <sup>1</sup>Bron: Morningstar; grootste vermogensbeheerder van inkomens-/dividendstrategieën naar vermogen onder beheer in de categorie Global Large Cap Value, per december 2012.