

fondsNIEUWS

THEMA
VERENIGDE STATEN

SEPTEMBER 2014

WWW.FONDSNIEUWS.NL

DE BELEGGER WIKT, DE POLITIEK BESCHIKT

(GEO)POLITIEK BOVENAAN DE BELEGGINGSAGENDA

PAGINA 4-7

ZIJN AMERIKAANSE AANDELEN DUUR OF EUROPESE GOEDKOOP? PAGINA 26-27

ALEX VERMOGENSBEHEER WEERSPREEKT DE KRITIEK PAGINA 12-13

DUURZAAMHEID RUKT OP IN ASSORTIMENT FONDSHUIZEN PAGINA 20-21

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

Asset Management
Wealth Management
Asset Services



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



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

VOORWOORD

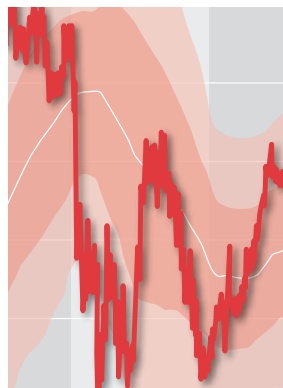
Het is vooral een kwestie van geloof: geloof je wel of niet in de duurzaamheid van het macro-economisch herstel? Die discussie raakt de VS minder dan Europa. In de VS heeft het agressieve beleid van de Amerikaanse centrale bank zijn werk gedaan, net als in het Verenigd Koninkrijk overigens. In zwaar door de kredietcrisis getroffen landen als Ierland, Spanje en zelfs Griekenland gloort dankzij draconische maatregelen ook het licht, maar in de grote eurolanden Frankrijk en Italië – nota bene de grondleggers van de Europese Unie – knarst en piept het. De regeringen van beide landen geven de strenge regels van het Europese Stabiliteitspact de schuld, maar de aanhoudende crisis lijkt er eerder één van eigen makelij: zowel in Frankrijk als in Italië weten opeenvolgende regeringen de bevolking niet te overtuigen van de noodzaak van hervormingen. 'Er is geen plan', verklaarde de langjarige Franse regeringsadviseur Jacques Attali in het FD. Een opvatting die wordt gesteund door ECB-president Draghi, die zei dat met de ingezette bazooka van zeer lage rente en opkoopprogramma's misschien wel tijd, maar niet meer banen, concurrentiekracht en welvaart wordt 'gekocht'. Daarvoor zijn structurele hervormingen nodig op de arbeidsmarkt en in de wet- en regelgeving. Vooral de Fransen kost dat moeite. Zij liggen al sinds Lodewijk XIV aan de borst van de almachtige staat. Zelfredzaamheid is geen Franse deugd, zodat de vraag manifest wordt hoe lang Frankrijk zich Europa nog kan veroorloven en vice versa. Het antwoord daarop komt snel: mogelijk bij de presidentverkiezingen van 2017 als extreem rechts de grote uitdager is.

Cees van Lotringen

HOOFDREDACTEUR
FONDSNIEUWS

(GEO)POLITIEK BOVENAAN DE BELEGGINGSAGENDA

PAGINA 4-7

WAAR IN DE CYCLUS
ZIJN WE EIGENLIJK?

Nu het herstel van de wereldeconomie in veel landen hapert en soms zelfs terugvalt, zijn kwaliteitsaandelen sterk in trek. Dat heeft vooral met het defensieve karakter van deze aandelen te maken.

PAGINA 10-11

BINCK VERDEDIGT
ZIJN ALEX-CONCEPT

Het succesvolle Alex Vermogensbeheer kent vele critici, maar directeur Fernando Franco Hagel verdedigt in een interview het concept, dat gebaseerd is op een kwantitatief model. 'We houden er onverminderd aan vast.'

PAGINA 12-13

EN VERDER

THEMA: VERENIGDE STATEN
WEER BACK IN TOWN

De Amerikaanse economie lijkt het ergste achter zich te hebben. Er is zelfs alweer zorg om een groeiende arbeidsmarktkrapte.

PAGINA 23-31

MULTI-ASSET-SPECIALISTEN
ZETTEN IN OP VALUTA

Het klassieke hedgen van valutarisico's maakt plaats voor dynamischere aanpak.

PAGINA 14-15

RUBRIEKEN

FAVORIETE GRAFIEKEN 9
ASSET-ALLOCATIE DASHBOARD..... 19

COLOFON

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

FONDSNIEUWS

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



VLADIMIR POETIN. FOTO: HOLLANDSE HOOGTE

DE BELEGGER WIKT, DE POLITIEK BESCHIKT

MARKTEN ZOEKEN ANTWOORD OP TOENEMENDE POLITIEKE DOMINANTIE

De periode van ongebreidelde deregulering en laissez-faire is voorbij. De (geo)politiek spreekt sinds de kredietcrisis van 2008 weer een driftig woordje mee in het afwegingsproces van beleggers, terwijl ook de snelle technologische ontwikkeling voor economische dislocatie en politieke volatiliteit zorgt.

TEKST CEES VAN LOTRINGEN

Een paar keer per jaar spreekt Sandor Steverink, hoofd rente van Delta Lloyd Asset Management, met de 'deep throats' van de politieke machtscentra in de wereld. Het zijn mensen die een professioneel verleden hebben bij zakenbanken als Nomura en Goldman Sachs of bij geheime diensten als de Britse MI5. Het zijn mensen voor wie zich deuren openen die voor anderen gesloten blijven. Ze zijn bereid hun kennis en inzichten te delen. Hoewel hun informatie niet exclusief is, moet je er wel een formidabel honorarium voor betalen zodat het veelal alleen institutionele beleggers zijn die zich zo'n tête-à-tête kunnen veroorloven.

Begin van dit jaar had Steverink een gesprek met een dergelijke informatiemakelaar. Het onderwerp was de Russische president Poetin. Hij had zojuist de Krim geannexeerd, waar de voor de

Russen belangrijke Sebastopol-vloot is gestationeerd. Steverink en zijn team wilden weten of die annexatie een incident was geweest. Nee, dat was het niet. Dit was staand beleid voor de onbetwiste heerser van het Kremlin, kreeg Steverink te horen. Poetin kijkt naar de wereld zoals de tsaar dat in de negentiende eeuw deed – met het arendsoog van de machtspoliticus. Aan de rafelranden van het voormalige Sovjet-rijk zouden er meer van dit soort incidenten en annexaties kunnen plaatsvinden.

Bij Delta Lloyd maakten ze scenario's en bepaalden ze de beleggingsstrategie. 'We stelden ons de vraag: welke landen lopen direct risico door Poetins politiek? Dat waren Rusland en de Oekraïne. Daarna gingen we kijken wie indirect door deze conflictvaard geraakt zou worden, zoals landen aan de westgrens van Rusland, en tot slot probeerden we de economische exposure van deze crisis in kaart te brengen.'

De scenario's die werden opgesteld voor de mogelijke geopolitieke en economische fall-out werden vertaald naar een beleggingsstrategie waarin

schuldpapier van deze landen uit de portefeuille werd verwijderd. Ook werd besloten – in tegenstelling tot het marktsentiment – om laag op de rentecurve te gaan zitten. De looptijd werd verlengd, in de verwachting dat de rente toch nog wel iets zou dalen. De uitgestippelde strategie bleek juist: in amper negen maanden tijd zakte de Duitse tienjaarsrente met een vol procentpunt, waardoor op de koers een formidabel rendement kon worden behaald.

Bijna-implosie

De terugkeer van de geopolitiek op de agenda van institutionele beleggers onderstreept de paradigmawisseling waarvan thans sprake is. Uit een on-

POETIN KIJKT MET HET ARENDSOOG VAN DE MACHTSPOLITICUS NAAR DE WERELD

derzoek van de Fletcher School uit 2011 bleek dat de grote beleggers in de wereld, zoals pensioenfondsen en verzekeraars, geopolitieke risico's tot dan toe vooral het hoofd probeerden te bieden door diversificatie (59%) en het vermijden van bepaalde landen (45%). Het inzetten van politieke risicoanalisten kwam met 26% pas op de zesde plaats. Inmiddels is (geo)politiek door de bijna-implosie van het kapitalistische stelsel in 2008, het expansieve monetaire beleid en de financiële repressie die erop volgde, niet meer weg te denken op de vergaderagenda van de beleggingscommissies van banken, beleggers en pensioenfondsen.

'Hier moet je de onstuitbare technologische ontwikkelingen van dit moment aan toevoegen, waardoor er sprake is van economische dislocatie die gepaard gaat met heftige politieke volatiliteit,' zegt Ian Bremer, oprichter en topman van Eurasia Group, een gerenommeerde denktank. Zo is het niet alleen onrustig aan de grenzen van de voormalige Sovjet-Unie, maar verkruielen ook staten in het Midden-Oosten en in het centrum en het oostelijk deel van Afrika. Ideologisch of religi-

VERHOOG UW RENDEMENT DOOR GESPREID TE BELEGGEN TEGEN LAGE KOSTEN.

Indexbeleggen met Think ETF's

Een gespreide portefeuille met verschillende Think ETF's stelt u al samen voor minder dan 0,2% beheerkosten per jaar.

Wilt u onze voorbeeldportefeuilles met diverse risicoprofielen inzien? Kijk dan voor de samenstelling en het rendement op;

www.thinketfs.nl/portefeuille



Meer informatie over indexbeleggen en onze ETF's kunt u vinden op **www.thinketfs.nl**.
Of neem contact op via **020-719 5100**.



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

eus gedreven terreurbewegingen springen op dat machtsvacuüm in.

G-Zero World

Wat ten opzichte van het verleden veranderd is, dat is dat de ontwikkelingen veel sneller gaan en ze door de interdependentie tussen staten en economieën ten gevolge van globalisering ook veel grotere naschokken kunnen veroorzaken. 'Toen de Sovjet-Unie in de jaren tachtig uiteenviel, was dat geen probleem voor de Verenigde Staten. De economieën waren nauwelijks verbonden, maar als nu bijvoorbeeld China uit elkaar zou vallen of zijn groei-model zou breken, dan zou dat voor de VS rampzalig zijn,' zegt Bremer.

De vervlechting van economieën (bijvoorbeeld de gedeelde gasbelangen tussen Rusland en Nederland) is inmiddels van die orde, dat de economische sancties van het Westen tegen Rusland ook het fragiele herstel van de eurozone bedreigen. Steverink: 'In die zin laten we ook economische scenario's los op de geopolitieke onzekerheid. Ons basisscenario voor de eurozone is dat van Japan, dat wil zeggen doormodderen met lage groei en lage inflatie. Andere scenario's zijn dat het beter gaat of dat Europa implodeert. Het zijn staartrisico's waar je echt rekening mee dient te houden.'

De geopolitieke ongewisheid wordt verergerd door de opmars van wat de 'G-Zero World' wordt genoemd: de suprematie van de Verenigde Staten holt sinds de crisis van 2008 uit, wat ook tot uitdrukking komt in het feit dat de focus meer op de G20 dan op de door het Westen gedomineerde G7 is komen te liggen. Maar toch, China en andere opkomende landen willen de macht (nu nog) niet grijpen en het Westen kan het niet – zoals het halfhartige antwoord op het Oekraïne-conflict laat zien. 'Wat resteert is een instabiele G-Zero World,' zegt Bremer van Eurasia Group.

In 2012 hield het Amerikaanse Merrill Lynch zijn klanten voor dat zij

De impact van (geo)politieke gebeurtenissen op de beurs

Datum	Gebeurtenis	1 week later	1 maand later	3 maanden later	6 maanden later	1 jaar later
6/9/'72	Elf atleten en hun coaches gegijzeld en vermoord tijdens OS	-1,38%	-1,36%	5,21%	8,17%	-1,00%
6/10/'73	Begin Jom Kipoeroorlog	0,74%	-2,43%	-13,18%	-15,39%	-41,97%
16/1/'79	Sjah Mohammad Reza Pahlavi wordt gedwongen Iran te verlaten	0,60%	-1,07%	0,94%	1,47%	8,28%
27/12/'79	De Sovjet-Unie valt Afghanistan binnen	-1,03%	5,15%	-7,91%	9,79%	21,77%
2/4/'82	Argentinië valt de Falklands binnen	-0,32%	2,85%	-7,02%	0,25%	24,41%
1/9/'83	Russische luchtmacht haalt een Zuid-Koreaanse Boeing neer	1,69%	1,57%	2,43%	2,37%	24,15%
26/4/'86	Kernramp Tsjernobyl	1,58%	1,39%	2,81%	3,22%	45,11%
21/12/'88	Aanslag Libische terroristen op Pan Am-vlucht 103 boven Lockerbie	0,85%	3,05%	1,89%	1,50%	13,71%
3/6/'89	Chinese tanks bestormen Tianenmenplein	-1,22%	-0,64%	6,14%	10,21%	4,60%
17/1/'91	Begin van operatie Desert Storm	1,60%	12,38%	14,90%	7,44%	13,33%
27/6/'91	Begin van de burgeroorlog in Joegoslavië	-1,53%	2,45%	4,49%	6,78%	0,55%
11/9/'01	Terroristische aanslagen op het WTC en het Pentagon	-4,76%	3,19%	7,11%	11,94%	-29,34%
12/10/'02	Bomaanslagen in Bali, 202 doden	11,00%	6,38%	6,83%	-2,11%	10,81%
20/3/'03	Verenigde Staten en Groot-Brittannië vallen Irak binnen	-1,11%	0,28%	6,26%	11,84%	14,75%
11/3/'04	Bomaanslagen in Madrid	0,44%	5,00%	3,68%	1,16%	3,92%
7/7/'05	Terroristische aanslagen in Londen	1,28%	0,41%	2,67%	12,15%	7,18%
11/3/'11	Kernramp Fukushima	-4,11%	-1,44%	-5,32%	-12,93%	3,51%
1/3/'14	Invasie van de Krim door Russische troepen	0,60%	0,17%	3,63%	-	-
17/7/'14	Vlucht MH17 stort neer	1,63%	-	-	-	-
	Gemiddelde	0,18%	1,92%	1,97%	3,40%	7,28%
	Mediaan	0,44%	0,99%	3,22%	3,22%	8,28%

Bron: IBS Capital Management

in bedrijven moeten beleggen in plaats van in overheden: liever aandelen en credits dan staatsobligaties. Bedrijven zijn betrouwbaarder en transparanter dan overheden. Ook vond Merrill Lynch dat de klassieke tegenstelling tussen ontwikkelde en opkomende landen losgelaten moest worden. Sommige opkomende landen, zoals Indonesië, waren om structurele redenen juist zeer aantrekkelijk. Ook hield de Amerikaanse vermogensbeheerder zijn klanten voor dat het idee van 'risk free assets' zoals Treasuries op de helling moest. Beter was het om een zogenoemde 'unconstrained' obligatiestrategie te volgen: schuw het wereldwijde beleggen niet en koop juist daar schuld papier waar de risicorendementsverhouding het beste is.

De adviezen van Merrill Lynch zijn grotendeels in de wind geslagen: veel beleggers zijn spaarders geworden of zijn bereid (reëel) geld toe te leggen om een (veilig geachte) Duitse Bund te mogen bezitten. Professionele beleggers die tijdig op een verdere rentedaling anticipeerden hebben er mooie rendementen op geboekt, maar parti-

'ECONOMISCHE DISLOCATIE GAAT GEPAARD MET POLITIEKE VOLATILITEIT'

culieren die braaf op hun coupons bleven zitten lijdden pijn.

Risicoaversie

De risicoaversie krijgt inmiddels ook fondsmanagers in haar greep, zo blijkt uit de augustus-peiling van Bank of America Merrill Lynch: 27% van de ondervraagde managers heeft cash in augustus overwogen, tegen 12% in juli, terwijl het percentage managers dat aandelen overweegt in één maand met 17% is gedaald naar 44%. Fondshuizen bouwen risico's af, vooral in Europa, concludeert BofA Merrill Lynch: nog maar 13% van de ondervraagde managers overweegt Europa, tegen 35% in juli. Geopolitieke onzekerheid is de belangrijkste reden, naast een economische vertraging en gevoeligheid voor het boemerangeffect van de aan Rusland opgelegde sancties, zegt Patrick Moonen, beleggingsstrateg van ING Investment Management.

Mouhammed Choukeir, chief investment officer bij het Londense Kleinwort Benson, denkt dat het allemaal niet zo'n vaart loopt. Hij stelt dat langetermijnbeleggers de geopolitiek niet zouden moeten meewegen in de analyses en beleggingsbeslissingen. Choukeir zegt onderzoek gedaan te hebben naar het effect van geopolitieke spanningen op aandelenkoersen. Zijn conclusie luidt dat 'geopolitiek op de middellange tot lange termijn zelden een effect heeft op de aandelenmarkten.' Hij verwijst daarvoor naar de

historie, zoals de Cubacrisis van 1962 of de start van de Vietnamoorlog in 1964. In beide gevallen bood de koersdaling die volgde op het conflict juist een mogelijkheid om bij te kopen.

Maar er zijn ook andere voorbeelden. Zo leidde de Jom Kipoeroorlog van 1973 tussen Israël en Egypte en Syrië tot een olie-embargo, hoge inflatie en grote klappen op de beurs. Geopolitiek is volgens Choukeir dan ook alleen een langetermijngevaar voor aandelen wanneer de fundamenten van de markt worden geraakt, zoals een energiecrisis dat kan.

Moonen deelt de opvatting van Choukeir dat de invloed van de geopolitiek nu wel meevalt. 'Zo zijn de olieprijsen zelfs gedaald van \$ 120 naar \$ 100 per vat. Maar tegelijkertijd bevindt de reservecapaciteit zich nu op het laagste punt sinds medio 2008. Dat betekent dat als de economische groei aantrekt, de energieprijzen kunnen stijgen en dat zal de winstgroei van bedrijven negatief beïnvloeden.'

In de twee grote geopolitieke conflicten van dit moment – het Midden-Oosten en Oekraïne – speelt energie op de achtergrond een essentiële rol. Zo kan Rusland Europa bijvoorbeeld hard treffen door de afhankelijkheid van zijn gas. Beleggers doen er daarom goed aan om de komende winter de weersverwachtingen met meer dan gemiddelde aandacht te volgen. ■

CEES VAN LOTRINGEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

Kansen benutten

in elke fase van
de cyclus



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

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

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

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

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

www.schroders.nl/businesscycle



Schroders

*Schroder International Selection Fund wordt aangeduid als Schroder ISF. **Beleggingsrisico's:** Het kapitaal is niet gegarandeerd. Het is mogelijk dat beleggingen in een andere valuta dan die van de aandelenklasse niet worden gedekt. De marktschommelingen tussen die valuta hebben een impact op de aandelenklasse. Het fonds dekt zijn marktrisico niet in een neerwaartse cyclus. De waarde van het fonds beweegt zich op gelijkaardige wijze ten opzichte van de markten. Uitsluitend van toepassing voor Schroder ISF European Equity Absolute Return: Elke verkoop op termijn van aandelen gebeurt met slechts één tegenpartij. In het geval van een wanbetaling worden de relevante aandelen verkocht op de markt en dit kan een effect hebben op de prestaties. Het is mogelijk dat beleggingen in een andere valuta dan die van de aandelenklasse niet worden gedekt. De marktschommelingen tussen die valuta hebben een impact op de aandelenklasse. Het is mogelijk dat het fonds op een indirecte manier een korte blootstelling heeft in afwachting van een daling van de prijzen van deze blootstellingen of een stijging van de interestvoet. Er is geen garantie dat een derivatencontract zijn beoogde resultaat zal bereiken, zelfs als volledig aan de voorwaarden van het contract is voldaan. **Belangrijke informatie:** Schroder International Selection Fund is een beleggingsinstelling gevestigd te Luxemburg. Schroder ISF zijn op grond van artikel 2:66 van de Wet op het financieel toezicht ("Wit") geregistreerd in het op grond van artikel 1:107 Wit door de Autoriteit Financiële Markten aangehouden register en om die reden kunnen rechten van deelneming in Schroder ISF in Nederland worden aangeboden. Raadpleeg het volledige prospectus en de essentiële beleggersinformatie indien u meer informatie wenst alvorens u belegt. De rechten en verplichtingen van de belegger en de juridische relatie met Schroder ISF worden uiteengezet in het volledige prospectus. Het volledige prospectus, de essentiële beleggersinformatie en de jaar- en haljaarsverslagen van Schroder ISF kunnen kosteloos worden verkregen bij Schroder Investment Management (Luxembourg) S.A., 5, rue Höhenhof, L-1736 Senningerberg, Grootherzogdom Luxemburg en alle distributeurs of via www.schroders.nl. **In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De koersen van aandelen en de daaruit gegenereerde inkomsten kunnen zowel dalen als stijgen, en het is mogelijk dat beleggers het oorspronkelijk geïnvesteerde bedrag niet terugkrijgen.** w45838/NL0914

VERWACHT ONVERWACHTE

Paul O'Connor, co-hoofd van het multi-asset team van Henderson Global Investors, focust in deze editie van de rubriek 'de favoriete grafieken van...' op de huidige verschillen tussen beleggerssentiment, macro-economisch nieuws en de fundamentals van de markt.

PAUL O'CONNOR

Paul O'Connor, co-hoofd van de afdeling multi-asset bij Henderson Global Investors, kwam in 2013 over van Mercer Investment Consulting, waar hij partner was en leiding gaf aan de multi-asset-fondsen. Daarvoor was hij 14 jaar actief bij Credit Suisse als strateeg. Hij houdt zich vooral bezig met asset-allocatie en productontwikkeling.



'DE TIJD IS RIJP VOOR MINDER EUFORIE EN HOUD DAAROM MEER CASH AAN'

Verwacht verrassingen

Het is een bekend postcrisisthema: de wereldeconomie stelt teleur met groei die steeds naar beneden wordt bijgesteld. En toch behalen beleggers uitstekende rendementen in vele markten en asset classes. Ze vertrouwen erop dat de centrale bank door het verstrekken van liquiditeit zowel structurele zorgen als tijdelijke teleurstellingen wegneemt. Dit thema kan nauwelijks sterker worden. Door de lage volatiliteit is er het risico dat het sentiment verslechtert. De tijd is rijp voor minder euforie en meer cash: er zullen dips komen.

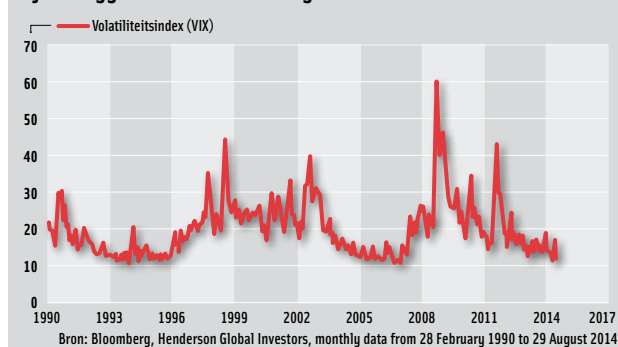
De divergentie wordt pregnant

De groeiende divergentie van het herstel valt op tussen VK, VS en eurozone. Terwijl de eerste twee economieën steeds sterker worden, verliest de eurozone aan momentum met een dalende inflatie. De Bank of England en de Fed verhogen op korte termijn de rente, maar de ECB verruimt juist op onconventionele wijze. Dat afwijkende beleid ondersteunt de dollar-eurokoers totdat de macro-economische fundamentals in de pas lopen. In de obligatiemarkt is dat beleid verwerkt, wat het risico van stijgende rente manifest maakt.

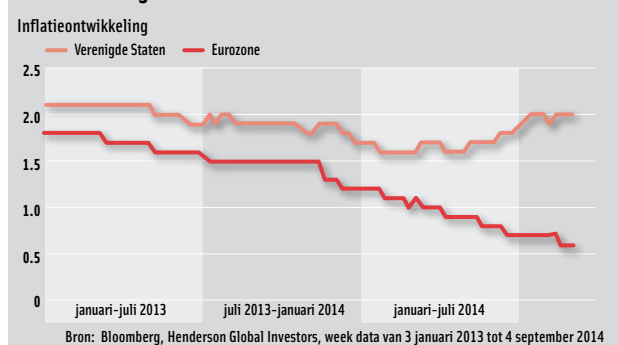
Rotatie geen omkering

Aandelen in opkomende markten (EM) doen het sinds begin 2014 een stuk beter; sinds mei doen ze het zelfs beter dan de grote ontwikkelde markten (DM). Het is meer de typisch krachtige rotatie, die kenmerkend is voor markten met overvloedige liquiditeit, dan dat het een echte trendwijziging is. Kijkend naar top-down-indicatoren, zoals de kleiner wordende groeikloof tussen EM en DM, is duidelijk dat de recente outperformance van EM-aandelen waarschijnlijk niet stand zal houden.

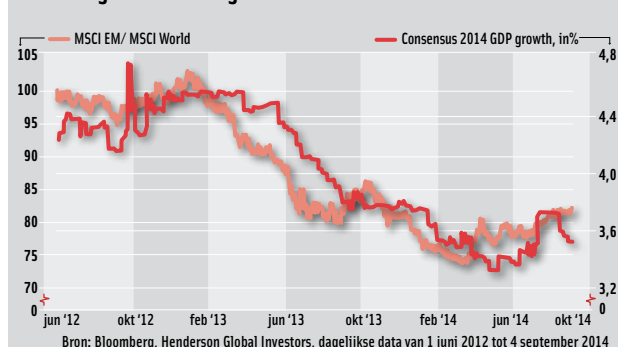
Zijn beleggers minder kieskeurig?



Houd rekening met inflatie



Grondslag voor EM-rally ontbreekt



BELEGGERS VRAGEN ZICH AF WAAR IN DE CYCLUS ZE ZITTEN?

ONDANKS HERSTEL HOUDT VOORKEUR VOOR DEFENSIEVE AANDELEN AAN

Het trage, haperende herstel van de wereldeconomie maakt dat markten behoedzaam zijn. Vooral kwaliteitsaandelen zijn daarom in trek. Ze hebben een sterk defensief karakter en weten bij een serieuze correctie doorgaans redelijk goed stand te houden.

TEKST HARM LUTTIKHEDDE

Welkom in de schildpadcyclus, zo verkondigde Deutsche Asset & Wealth Management onlangs. Wereldwijd zal het herstel trager verlopen dan voorheen, maar langer aanhouden. Dat hangt onder meer samen met de schuldafbouw in de ontwikkelde landen, maar ook met de inflatie, die voorlopig geen roet in het eten zal gooien.

In een dergelijke omgeving kan de volatiliteit op aandelenmarkten nog jaren laag blijven, wat volgens het fondsenhuis over het algemeen gepaard gaat met stijgende koersen.

Ook Morgan Stanley is, in elk geval



voor wat de VS betreft, optimistisch over wat deze cyclus nog in petto heeft. 's Werelds grootste economie zou zomaar eens de langste economische bloeiperiode ooit kunnen beleven. Want door het ongelijke herstel in de verschillende regio's is de kans op oververhitting van de economie

'DE WERELDWIJDE GROEI IS NU BOVEN DE TREND, ZIJ HET NIET SPECTACULAIR'

klein, en daarmee de kans dat de groeifase overloopt in een recessie.

Beleggers moeten daarom niet vreemd opkijken als de S&P 500 de komende jaren nog met bijna 50 procent zal stijgen, aldus aandelenstrategen van de Amerikaanse zakenbank.

Investment Clock

De langzaam aantrekkende groei wereldwijd wordt nog niet weerspiegeld in de koersen van cyclische aandelen, zo blijkt uit data van Morgan Stanley. Defensieve waarden hebben over het algemeen de voorkeur. Is dit het moment om te switchen?

Met betrekking tot beleggingsbeslissingen vertrouwt Fidelity Worldwide Investments al sinds jaar en dag sterk op zijn zogenoemde Investment Clock. Daarbij worden de economische cycli op basis van de inflatie en groei in vier kwadranten opgedeeld (herstel, oververhitting, stagflatie en

reflatie). Bij elke fase horen bepaalde beleggingscategorieën.

'We begaven ons de afgelopen maanden rond het snijvlak van de kwadranten, maar zitten nu weer duidelijk in de herstelfase,' zegt econoom Anna Stupnytska van Fidelity Solutions. 'De wereldwijde groei is momenteel boven de trend waarbij het momentum positief is, zij het niet spectaculair, terwijl de inflatie mild is. Daarbij blijft het beleid van centrale banken ruim. Ook voor de komende maanden zien we geen inflatoire druk.'

De motor achter een licht aantrekkende wereldwijde groei is volgens haar de Verenigde Staten, vooral dankzij het herstel op de huizenmarkt. 'De huizenmarkt is een goede indicator voor de gezondheid van de economie. Door de gedaalde lange rente stijgt het aantal hypotheekaanvragen. Dit zal de huizenprijzen waarschijnlijk verder opdrijven, wat een positief effect heeft op de economische groei.'

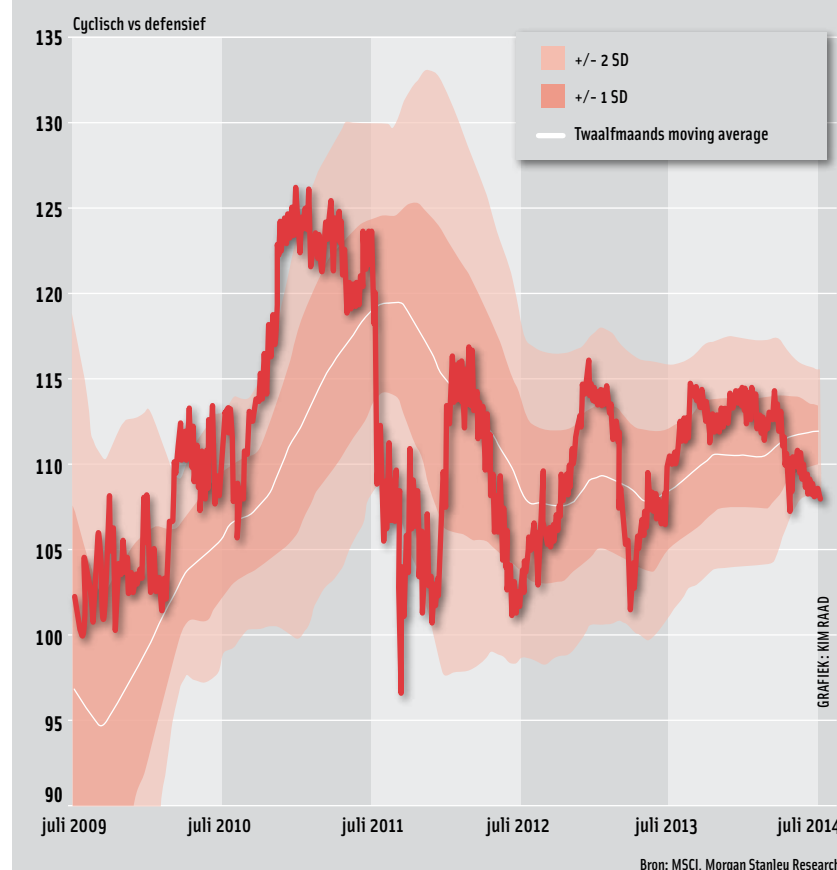
Waar is het feestje?

Ook China zorgt voor een impuls dankzij het eerder geïnitieerde 'mini'-stimuleringspakket. Stupnytska denkt echter dat het effect daarvan aan het eind van het jaar al weer zal zijn uitgewerkt en dat de focus van de Chinese regering terugkeert bij de hervormingsagenda. 'Hoewel een meer op consumptie gebaseerde groei goed is voor de lange termijn, bestaat er een risico dat de overgang naar een trager groeipad door beleggers wordt aangezien voor een harde landing; zo waarschuwt ze alvast.

Ten aanzien van het kwakkelende Europa is Stupnytska licht optimistisch. 'Vooral exportland Duitsland zal de komende kwartalen profiteren van de aantrekkende wereldgroei.' De perifere landen zijn daarentegen kwetsbaar, onder meer voor een renteverhoging in de VS. 'De huidige generatie beleggers zal waarschijnlijk de

Relatieve waardering van cyclische versus defensieve aandelen

Cyclische aandelen meer dan twee standaarddeviaties onder twaalfmaands gemiddelde



eurocrisis een paar keer zien komen en gaan.' Haar advies is daarom om 'short' te gaan in de periferie en 'long' in Duitsland.

Europa als geheel wordt door Fidelity evenwel onderwogen. Aandelen uit de VS zijn momenteel onbetwist favoriet.

De aantrekkende groei wereldwijd, met de VS voorop, betekent volgens Stupnytska dat cyclische sectoren, zoals technologie en industrie, het

'HET GAAT NIET OM DEFENSIEF VERSUS CYCLISCH, MAAR OM DE KWALITEIT VAN DE AANDELEN'

meest aantrekkelijk zijn. Dit is geheel in overeenstemming met wat de Investment Clock voorschrijft. De defensieve sectoren, zoals utilities en dagelijkse consumentenproducten, worden onderwogen. Vreemde eend in de bijt is overigens de overwogen positie in gezondheidszorg, maar dat is vooral op waarderingsgronden, zegt ze.

Ook Asbjørn Trolle Hansen, hoofd multi-asset team van Nordea Investment Management, heeft een duidelijke voorkeur voor Amerikaanse aandelen boven Europese. 'De winsten ontwikkelen zich in de VS mooi en in lijn met wat je mag verwachten in deze fase van de cyclus.'

's Werelds grootste economie zit wat hem betreft nog steeds in de herstelfase. Vooral op de arbeidsmarkt is er nog een inhaalslag te maken. Dit

verklaart volgens hem ook het grote verschil tussen de werkelijke en de potentiële economische groei, de zogeheten 'output gap'.

Nestlé en Unilever

In Europa viert Duitsland al enige tijd een 'feestje', maar het continent als geheel heeft de weg omhoog nog altijd niet ingezet. Trolle Hansen: 'Ik zie geen bewijs dat het zijwaartse pad is verlaten. Het winstmomentum trekt niet aan en bovendien is de aandelenmarkt stevig geprijsd.'

Hoewel het Scandinavische fondshuis zeker oog heeft voor de macro-economische risico's, is het echter vooral een waardebelegger. De keuze tussen cyclische of defensieve aandelen speelt ook minder, omdat het een natuurlijke voorkeur heeft voor 'kwaliteitsaandelen'

'Deze aandelen hebben over het algemeen een meer defensief karakter. Ze blijven veel beter overeind staan tijdens een serieuze correctie dan hun soortgenoten die gevoeliger zijn voor de cyclus.'

Dat kwaliteitsaandelen duurder zijn dan gemiddeld in de MSCI World Index is volgens Trolle Hansen niet verwonderlijk gelet op de performance van deze aandelen. De huidige premie die betaald moet worden voor deze aandelen vindt hij bovendien niet overdreven hoog. Nestlé en Unilever bijvoorbeeld handelen maar iets boven hun langetermijngemiddelden, zo zegt hij. 'Ook als je kijkt naar de winstontwikkeling van defensieve en cyclische aandelen, dan blijken die nog vrijwel gelijke tred te houden, zelfs in de VS.'

Ook volgens DeAWM zou kwaliteit nu centraal moeten staan. Want alleen de bedrijven die de verwachtingen waarmaken, zullen nog op de beurs worden beloofd, aldus chief investment officer Asoka Wöhrmann. ■

HARM LUTTIKHEDDE IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

BINCKBANK: MODEL ALEX HEEFT ZICH RUIMSCHOOTS BEWEZEN

'IN AUGUSTUS ZIJN WE WEER GROTENDEELS UITGESTAPT'

Directeur Fernando Hagel Franco erkent tegenvallend rendement dit jaar, maar houdt vast aan het kwantitatieve model: 'Wordt het marktrisico te groot, dan bouwen we posities tijdelijk af.'

TEKST BARBARA NIEUWENHUIJSEN

Het rendement van Alex Vermogensbeheer valt tegen dit jaar. Maar dat niet alleen. 2008 – het jaar waarin Alex Vermogensbeheer de markt zo glansrijk versloeg – is inmiddels meer dan vijf jaar geleden en dus uit het vijfjaarsrendement gevallen dat vaak in vergelijkingen gebruikt wordt. Hierdoor komt Alex in vergelijkingen minder goed uit de bus dan de laatste jaren. Fernando Hagel Franco, directeur Nederland bij Binck-Bank, laat het hoofd niet hangen. 'Onze aanpak en het onderliggende model hebben zich ruimschoots bewezen'

De Braziliaan, van oorsprong werktuigbouwkundige, is sinds begin dit jaar verantwoordelijk voor alle retail-activiteiten van Binck in Nederland.

Daarvoor was hij directeur bij Alex Vermogensbeheer.

De vermogensbeheertak van de beleggersbank groeide stormachtig. Stond de teller juli vorig jaar op € 1,5 mrd onder beheer, inmiddels is de € 2,5 mrd overschreden. Maar de huidige groei vlakkt af. Hagel Franco wijt dit aan de risicoaversie van beleggers als gevolg van alle onrust in de wereld, maar ook aan de tegenvallende rendementen van Alex dit jaar.

Alex Vermogensbeheer is grotendeels geautomatiseerd. Aan de hand van 48 technische modellen bepaalt de computer iedere dag welke aandelen gekocht en verkocht moeten worden.

Hagel Franco: 'Onze kerndoelgroep bestaat uit "mass affluent"-beleggers: mensen met een vrij belegbaar vermogen tussen de € 100.000 en € 1 mln. Zij beleggen voor hun pensioen of de studie van de kinderen. Ze kunnen hun geld echter plotseling nodig hebben. Dit vertaalt zich naar een lagere risicobereidheid dan bijvoorbeeld bij multimiljonairs.'

Uitstapbeleid

Alex heeft daarom een uitstapbeleid. 'Wordt het marktrisico, dat van een portefeuille of van een bepaald aandeel in de portefeuille te groot, dan bouwen wij aandelenposities tijdelijk af.'

Alex kent de beleggingsprofielen defensief, behoedzaam, offensief, speculatief en zeer speculatief. In de markt is gebruikelijk dat een zeer defensieve portefeuille overwegend uit obligaties bestaat en een neutrale portefeuille zo'n 50% aandelen en 50% obligaties bevat. Dit omdat aandelen in de regel risicovoller zijn dan obligaties. De portefeuilles van Alex Vermogensbeheer

kunnen echter bijna allemaal tot 100% aandelen bevatten, ook de risicomijdende behoedzame portefeuille. Alleen de meest defensieve portefeuille kan 'maar' voor 50% uit aandelen bestaan.

Bij een te hoog marktrisico worden de aandelenposities in de defensievere portefeuilles wel sneller afgebouwd dan in de offensievere. Een ander verschil is dat de offensievere portefeuilles in kleinere bedrijven kunnen beleggen. Wat de volatiliteit van de verschillende portefeuilles is, houdt hij liever voor zich.

Aandelenexposure

Critici vragen zich echter af hoe een portefeuille die volledig uit aandelen bestaat, in hemelsnaam risicomijdend kan zijn. Volgens Hagel Franco is dit toch zo. 'Hij kan ook voor 100% uit obligaties bestaan', zegt hij. Als Alex uitstapt, worden aandelen verkocht en worden in plaats daarvan staats- en bedrijfsobligatietrackers gekocht.

SOMMIGEN ZEGGEN DAT HET SUCCES VAN ALEX IN 2008 MEER GELUK DAN WIJSHEID WAS

'Doordat wij volledig uit aandelen kunnen stappen, hebben wij in 2008 en tijdens de eurocrisis in de zomer van 2011 grote verliezen kunnen vermijden,' zegt Hagel Franco.

'In augustus zijn we weer groten-deels uitgestapt,' zegt hij. De behoedzame portefeuille zat in augustus voor 32% in aandelen. Een maand eerder was dit nog 84%. 'Hiermee hebben wij gereageerd op negatief sentiment in de markt naar aanleiding van de geopolitieke en economische ontwikkelingen in Europa. Bij een mogelijke crash willen wij niet meerijden. Dit kan ten koste gaan van het rendement als het sentiment weer draait.'

Als gevolg van het niet volledig belegd zijn, behaalde de behoedzame Alex-portefeuille in 2008 een rendement van -6,6%, tegen -47% voor de Euro Stoxx Total Market Index Total Return. 'Ook in juli-augustus 2011 toont de rendementsgrafiek van Alex Vermogensbeheer een vlakke lijn omdat het tijdelijk niet in aandelen zat terwijl de index met 20% kelderde. Vermogensbeheer begint met vermogensbehoud,' aldus Hagel Franco.

Rendementen

Volgens sommigen is het echter meer geluk dan wijsheid dat Alex de schade in 2008 beperkt heeft gehouden. Alex Vermogensbeheer begon in 2008. Dat nog niet al het vermogen direct belegd was, zou een gevolg zijn van het feit dat het nu eenmaal even duurt voordat toevertrouwd vermogen ook daadwerkelijk is geïnvesteerd.

Volgens Hagel Franco stonden de signalen bij Alex echter wel degelijk op rood in 2008. Hij wijst erop dat Alex Advies-klanten in 2008 het advies kregen uit te stappen. Het bedrijf ziet Alex Advies als de voorloper van Alex Vermogensbeheer. De digitale adviezen aan de advies-klanten zijn gebaseerd op dezelfde computermodellen die gebruikt worden voor Alex Vermogensbeheer.

In de markt wordt wel gegniffeld

dat het goede rendement in 2008 nu uit de veelgebruikte vijfjaarsperformance is gelopen. Als gevolg hiervan zal het rendement van Alex minder goed uit vergelijkingen met anderen komen, dan de laatste jaren.

Kijk je naar het rendement sinds de start in januari 2008 dan is dit +46% voor Alex, tegen -6% voor de index. Het vijfjaarsrendement van augustus 2009 tot augustus 2014 van de behoedzame portefeuille is echter +49% voor Alex, tegen +50% voor de index.

Dit jaar tot nu toe heeft Alex het aanzienlijk slechter gedaan dan de benchmark. Tot en met augustus was het rendement van de behoedzame voorbeeldportefeuille -8%. 'Dit jaar beweegt de markt zich zijwaarts. Wij hebben op trends gereageerd die niet doorzetten. Als gevolg hiervan hebben wij veel transacties gedaan, maar is het rendement teleurstellend. Wij hebben er echter vertrouwen in dat het beleid op de lange termijn goed werkt. Zowel in opgaande als in neergaande markten zijn de trends duidelijker. Daarnaast werken wij continu aan verdere verbeteringen.'

Risicogetal

Dat Alex de rendementen van vijf voorbeeldportefeuilles op zijn site toont, wil niet zeggen dat klanten in standaardportefeuilles beleggen. 'Op basis van onder meer zijn doelstelling, kennis en ervaring en risicobereidheid berekenen we voor iedere klant een persoonlijk risicogetal, tussen de 0 en 1000. Het risicogetal bepaalt allereerst in welk van de vijf beschikbare risicoprofielen de klant valt en vervolgens

'AL VROEG IN 2008 ADVISEERDEN WE ONZE KLANTEN UIT AANDELEN TE STAPPEN'

wordt op basis van dit getal een persoonlijke portefeuille opgebouwd. Alle portefeuilles zijn dus anders. Wordt er vol belegd dan bevat een portefeuille 12 tot 25 aandelen.'

Op zijn website zet Alex de rendementen van de voorbeeldportefeuilles af tegen een vergelijkbare passieve belegging: de index, maar ook tegen een vergelijkbare actieve belegging. De actieve belegging is een fictieve portefeuille met dezelfde asset-allocatie als Alex. Zit Alex voor 50% in aandelen, dan zit ook deze portefeuille voor 50% in de index en de rest in obligatietrackers.

Dat Alex iets achterblijft bij deze fictieve portefeuille komt doordat het rendement van Alex na kosten is, er

soms andere aandelen in de portefeuilles zijn opgenomen dan in de index en er bovendien soms wat rendement gemist wordt, omdat de trends per definitie met een vertraging gevolgd worden.

Tot voor kort belegde Alex voor klanten alleen in Europese aandelen. Vanaf het derde kwartaal kan er echter ook worden belegd in Amerikaanse aandelen. Het universum groeit hierdoor van 500 naar 2000 bedrijven. 'Als gevolg van de groei kunnen we het ons nu veroorloven te investeren in de verdere optimalisering van het product. We kijken ook naar andere markten, maar dat is nog niet concreet.'

BARBARA NIEUWENHUIJSEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.



DOOR UITEENLOPENDE GROEI IS VALUTA TERUG ALS CATEGORIE

MULTI-ASSET MANAGERS ZIEN ER EEN DUIDELIJKE BRON VAN RENDEMENT IN

Na een periode van het op statische wijze hedgen van de valutarisico's, gaan institutionele beleggers nu dynamischer om met het valutarisico. 'Zo kan je namelijk geld verdienen terwijl je de staartrisico's in de portefeuille vermindert.'

TEKST ANTON REIJINGA

Valuta is weer 'een lonende beleggingscategorie', verklaarde Duitslands misschien wel bekendste fondsmanager, Klaus Kademorgen, onlangs op een congres van Deutsche Asset & Wealth Management (DeAWM). De manager van het multi-asset-fonds DWS Concept Kaldemorgen geeft ermee aan hoe valuta op de kaart staat als volwaardige beleggingscategorie, naast de traditionele bouwstenen voor beleggingsportefeuilles als aandelen en obligaties. Dat is niet altijd zo geweest.

Geen zero-sum

Tot in de jaren negentig zagen beleggers valuta meer als bron van risico dan van rendement. Een pak bankbiljetten in de kluis levert immers niets op, ongeacht of er dollar, euro, yen of pond op staat. Daarbij bewegen wisselkoersen in schijnbaar willekeurige patronen en lijkt arbitrage uitgesloten

in de meest liquide markten ter wereld, waar dagelijks biljoenen in omgaan.

Wie het zo bekijkt, concludeert dat valutahandel een 'zero-sum game' is, waarbij het verlies van de ene handelaar de winst is van de andere. Als bewegingen onvoorspelbaar zijn, kan je alleen met geluk geld verdienen en is kunde een illusie. Maar is dat wel zo?

Actieve strategie

Valutastrategie Jaco Rouw van ING Investment Management (ING IM) richt zich op verschillende actieve strategieën, onder meer voor de multi-asset-fondsen van het huis. Hij somt drie manieren op om consistent rendement, of alpha, te genereren: carry, het goedkoop lenen in de ene valuta en uitlenen tegen hogere rente in een andere; waarde, het identificeren van ondergewaardeerde valuta om op een appreciatie in te zetten; en trend, het meeliften op momentum in de markt.

In de jaren negentig spitste het academisch debat zich vooral toe op de vraag of het afdekken van beleggingen luidend in vreemde valuta überhaupt zin had. Nederlandse pensioenfondsen, die net hun portefeuilles internati-

onaal begonnen uit te bouwen, zagen er maar van af. Enerzijds met het oog op transactiekosten, anderzijds zouden tijdelijke onder- of overwaarderings elkaar op de lange termijn compenseren.

Collin Crownover, valutaspecialist van State Street Global Advisors (SSgA), legt uit waar ze toen een denkfout maakten. 'Niet alles wordt gladgestreken op de lange termijn. En bovendien kunnen waardingscycli wel een decennium aanhouden.' Hun horizon bleek niet zo lang als ze zelf dachten. 'Geen fonds kan zich meerdere jaren van opeenstapelende valutaverliezen permitteren.'

Na een paar tikken op de vingers, richtten de fondsen zich in de jaren die volgden op het terugdringen van de volatiliteit. Ze kozen daarbij veelal voor statische hedgeratio's, waarbij de

helft van de valuta-exposures werden afgedekt.

Crownover wijst erop dat de volatiliteit op de valutamarkten sinds de kredietcrisis ook nog eens is toegenomen. Zo is de J.P. Morgan Global Currency Volatility Index sinds de ondergang van Lehman Brothers in 2007 aanzienlijk gestegen. Daarbij zijn valutashommelingen echter niet normaal verdeeld, wat betekent dat beleggers met statische hedgeratio's nog altijd zijn blootgesteld aan staartrisico's.

De SSgA-specialist adviseert beleggers met internationale exposures daarom dynamischer om te gaan met valuta. Gedurende de cyclus, waarin valuta van over- naar onderwaardering en andersom gaan, zouden beleggers hun hedgeratio aan kunnen passen. Ondergewaardeerde valuta behoeven minder afdekking, terwijl het verstandig is om je meer in te dekken tegen de mogelijke correctie van een overgewaardeerde munt.

Een aanvullende stap is het actief inzetten van deze waardestrategie om extra rendement toe te voegen. Vanuit portefeuillemanagement bezien, is rendement dat ongecorrleerd is met dat van de andere beleggingen in portefeuille het mooiste, want dat biedt di-

'GEEN FONDS KAN ZICH MEERDERE JAREN VAN VALUTAVERLIEZEN VEROORLOVEN'

versificatiemogelijkheden. Crownover formuleert dat als 'geld verdienen terwijl je je staartrisico's verkleint'.

Of een munt over- of ondergewaardeerd is, bepaalt SSgA aan de hand van een model waarvan het voornaamste uitgangspunt is dat valuta tenderen naar een evenwicht op basis van koopkrachtpariteit. Andere variabelen in het model zijn rentestanden, handelsbalansen en arbeidsproductiviteit in de verschillende valutazones.

Kern en stijl

DeAWM gaat nog een stap verder en draait het allocatieproces voor multi-asset-portefeuilles om. 'Multi-asset maakt het mogelijk om de portefeuille op te splitsen in wat ze doet, haar doelen, in plaats van waarvan ze gemaakt is, de vermogenstitels,' aldus Kaldemorgen.

Werner Eppacher, tevens fondsmanger en hoofd multi-asset-producten bij DeAWM, legt uit hoe het fondshuis tegemoetkomt aan de 'risk comfort zone' van de belegger. 'We verdelen ons multi-asset-productaanbod in core en style. Bij de eerste ligt de nadruk op stabiliteit, bij de tweede op inkomen.'

Bij de doelstelling van stabiliteit is het zaak om valutarisico's te reduceren. 'Bij core-producten is de beslissing wat te doen met vreemde valuta dan ook integraal deel van het allocatieproces,' legt Eppacher uit. Zo zal een wereldwijd gespreide portefeuille vastrentende waarden een groot gewicht in de Verenigde Staten hebben. 'Een ander verhaal is of je in dollars long moet zitten.'

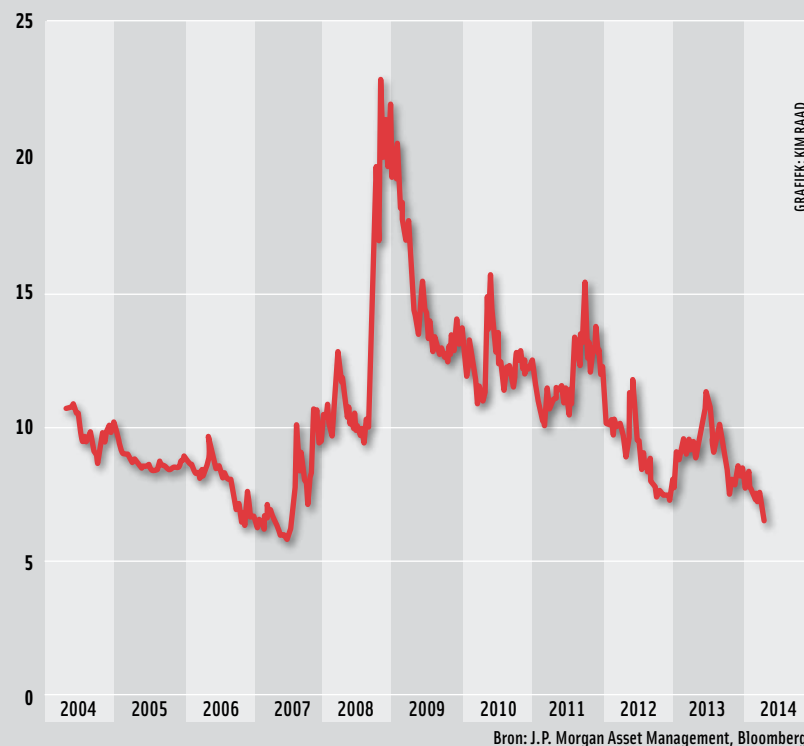
Hij wijst erop dat dit niet alleen afhangt van de 'faire' waarde van de dollar. 'De dollar is negatief gecorreleerd met risicovolle beleggingen,' zegt Eppacher. 'Vanuit risicomanagement bezien, kan het daarom zin hebben de dollarexposure maar deels af te dekken.'

Portable alpha

Als er bij de portefeuilleprofielen sprake is van een duidelijke rende-

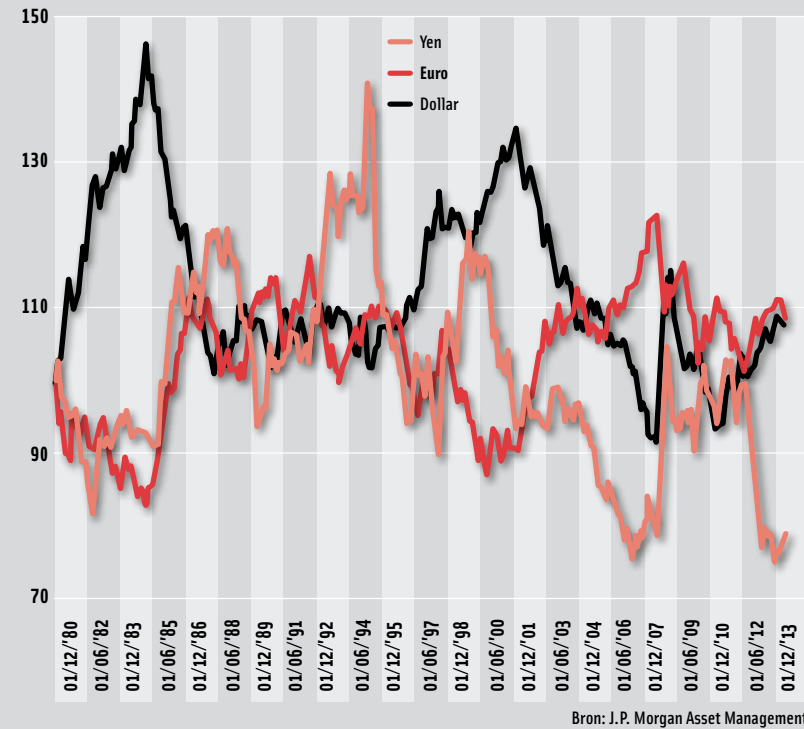
Verhoogd wisselkoersrisico sinds crisis

JPMorgan G7 FX volatility index



Koersontwikkeling euro, dollar en yen

Geïndexeerde koers vanaf 1980 (= 100)



mentsdoelstelling dan worden de valutastrategieën anders vormgegeven. Dit is het zogenoemde style-segment, waarop Eppacher zich richt. 'Hier kan je een portable alpha-strategie gebruiken als een rendement-verhogend middel.' Als voorbeeld noemt hij een los van de onderlig-

'DE DOLLAR IS NEGATIEF GECORRELEERD MET RISICOVOLLE BELEGGINGEN'

gende portefeuille in te zetten valutastrategie die mikt op een rendement van 5% en waarvan het verlies begrensd is op 5%. 'Als je min 2,5% staat, breng je de posities met de helft terug en als je 5% in de min staat, stop je voor de rest van het jaar. Deze aanpak zetten we zwaar in het style-gedeelte in.'

DeAWM ruimt een goed deel van het ten doel gestelde risicobudget in voor dit soort strategieën. Waar risico's voor bijvoorbeeld aandelen juist voor een groot deel worden gehedged, krijgen valutastrategieën er een schepje bij. Eppacher noemt een allocatie van 20% 'vrij agressief'. In het voorbeeld waarbij de strategie 5% rendement zou leveren, wordt dit voor een bepaalde portefeuille omhoog geschaald naar 1%.

Is de volatiliteit van de portablestrategie tevens 1%, maar ongecorrleerd met de rest van de portefeuille, dan neemt de volatiliteit van de portefeuille met minder dan 1% toe – net als bij het toevoegen van elke nieuwe unieke beleggingscategorie.

Een voor de hand liggende strategie in de huidige markt is de euro-dollar. De groei in Europa wordt geraakt door het conflict in Oekraïne. De ECB staat klaar om de geldpers te laten draaien, terwijl in de VS de economie harder groeit en de rente hoger staat. DeAWM ziet de euro dan ook verder dalen. 'We zien de euro verder verzwakken tot \$ 1,25 op zes tot twaalfmaandsbasis,' aldus Eppacher. 'Maar we moeten op maandbasis resultaten zien.'

Bij de multi-asset manager ligt de nadruk meer op kortetermijnstrategieën dan bij een pensioenfonds. De strategieën waarvan DeAWM zich bedient, richten zich vooral op het nieuws en op technische marktsignalen. Eppacher spreekt van 'een goed jaar tot nu toe', wat vooral te danken is aan de euro-dollar carry trade. ■

ANTON REIJINGA IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

Fonds Event 360



Spant!
Bussum
29 september
2014



**Laatste plaatsen
Registreer nu!**

Fondsevent 360 is het grootste, jaarlijks terugkerende kennis- en netwerkevent voor en door professionals in de beleggingsindustrie. Onder leiding van Rens de Jong komen de belangrijkste trends en ontwikkelingen van dit moment aan bod. In de masterclasses wordt verteld hoe de belegger hierop kan inspelen. Ben je actief in de beleggingsadvisering en wil je bij deze dag vol kennis, inspiratie en interactie aanwezig zijn, haast je dan, want er zijn slechts nog enkele plaatsen beschikbaar.

Voor inschrijven en het volledige programma: www.fondsevent.nl

Masterclasses aangeboden door:



BLACKROCK



delta lloyd



Henderson
GLOBAL INVESTORS

ING
INVESTMENT MANAGEMENT

ROBECO

Schroders



fondsNIEUWS
een initiatief van de FII Mediagroep

VAN TRENDS NAAR STRATEGIE

THEMASTRATEGIEËN ZIJN EEN FACTOR 3 HOGER DAN DE ECONOMISCHE GROEI

Inspelen op langetermijntrends en het identificeren van de winnaars van morgen kan de portefeuille minder conjunctuurgevoelig maken, stellen specialisten tijdens een Fondsnieuws-masterclass.

TEKST ANTON REIJINGA

Megatrends in de economie geven bepaalde bedrijven en sectoren de wind in de rug, ongeacht de fase waarin de economie als geheel verkeert. In deze tijden van laagconjunctuur en financiële repressie maakt de belofte van lage volatiliteit en extra rendement het zogenaamde themabeleggen populair. Tijdens een door Fondsnieuws georganiseerde masterclass deden specialisten van Fidelity Worldwide Investment en Pictet Asset Management uit de doeken hoe megatrends geïncorporeerd kunnen worden in de beleggingsstrategie.

Veel asset-allocationsspecialisten hebben moeite themabeleggen in te passen in traditionele klantportefeuilles. Banken bedienen zich bijvoorbeeld van gestandaardiseerde profielen, waarbij de nadruk ligt op het uitbouwen van diversificatie en nauwelijks exposure naar langetermijntrends wordt gezocht.

Van trend naar thema

Fondsmanager Alexandre Mouthon (rechts op de foto) van het Zwitserse Pictet, wijst erop dat traditionele beleggers hierdoor kansen laten liggen. Hij

stelt dat megatrends drie karakteristieken hebben: ze hebben een tijdshorizon van tien tot vijftien jaar, een brede scope en een groot, bijna seismologisch effect op bedrijfsleven, economie en samenleving.

Mouthon noemt veiligheid als voorbeeld. 'Deze themastrategie verenigt de trends demografie, globalisatie, complexiteit, economische groei en technologie. Volgens onderzoek is de groei op dit terrein een factor drie hoger dan de economische groei.' De themaportefeuilles van Pictet doen het doorgaans beter dan de MSCI World, volgens de Pictet-manager omdat ze toekomst geïntereerd zijn en niet gebaseerd op kapitaalgewogen indices met winnaars van gisteren.

Ook hoofd portefeuillemanagement James Bateman (midden op de foto) van Fidelity probeert megatrends ten behoeve van klanten door te vertalen naar de portefeuille. Voor hem staan daarbij vier uitgangspunten centraal: de performance verbeteren, het risico verminderen, voldoen aan de behoeften van klanten, maar ook portefeuilles interessanter maken door via themabeleggen meer diversificatie aan te brengen.

De eerste stap in dit proces is de allocatie naar verschillende klassieke beleggingscategorieën, zoals vastrentend, aandelen en grondstoffen. Als vervolgstap kijkt hij of binnen deze categorieën gericht blootstelling kan worden gezocht naar megatrends. Dit kan op

twee manieren. 'Als je gelooft dat een trend leidt tot betere mogelijkheden om alpha te genereren, kom je automatisch uit op actieve managers. Maar als je gelooft dat trends ertoe leiden dat door accenten op thema's te leggen je de risico-rendementsverhouding van een marktvolgende indexportefeuille kan verbeteren, kan dit zowel via actief als passief management,' zegt Bateman.

Zo noemt hij de vergrijzing en de neerwaartse renteontwikkeling als megatrends. Hierop kan ingespeeld wor-

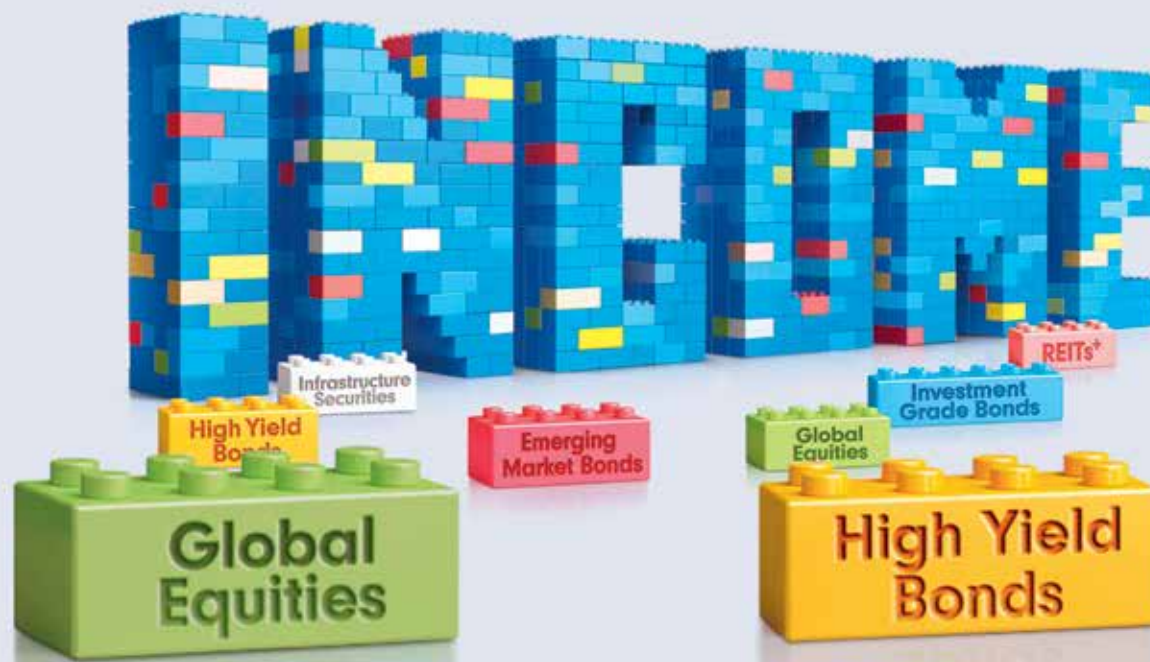
den door aandelen in portefeuille te nemen die veel dividend uitkeren, of obligaties die meer rendement opleveren dan staatspapier, zoals high yield. Het te genereren inkomen in een dergelijke constructie is overzichtelijk en redelijk goed in te schatten, al blijven er staartrisiko's van een onverwachte marktontwikkeling of een nieuwe trend, waarschuwt hij. ■

ANTON REIJINGA IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.



TRENDS OP HET FONDSEVENT

Tijdens het Fondsevent van 29 september zal James Bateman van Fidelity opnieuw spreken over trends en over de vertaling ervan naar de portefeuille.



**Een 'all-weather'
beleggings-
oplossing
die streeft
naar stabiele
inkomsten**

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

FF Global Multi Asset Income Fund:

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

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



the currency of investing

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

VASTGOED FLOREERT

Benchmarkers



De belangrijkste aandelen- en obligatie-indices laten stuk voor stuk positieve rendementen zien. Vastrentend kan aandelen zelfs bijhouden. De witte raven zijn vastgoed, schuld papier van opkomende landen en inflatie gerelateerde obligaties.

Asset classes

Aandelen, obligaties en valuta

MSCI AC World Index Daily Net	13,41%
JPM Global Aggregate Bond Index	5,44%
FTSE EPRA/NAREIT GIB TR	22,56%
S&P GSCI Index Spot Index	1,62%
USD-EUR X-RATE	1,30%

Regio's

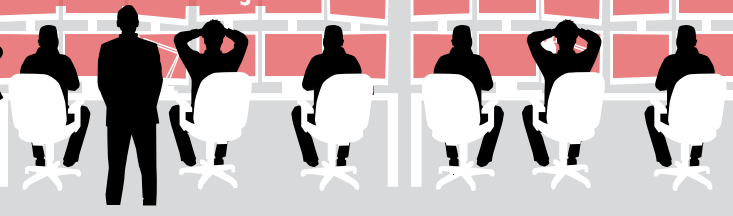
VS - Europa - Japan - Azië exclusief Japan - opkomende markten

MSCI USA EUR	16,87%
MSCI EUROPE	7,72%
HSBC MSCI JAPAN INAV EUR	5,38%
MSCI Asia Pac xJP Eur	19,36%
MSCI Emerging Markets Daily Ne	18,57%

Credits

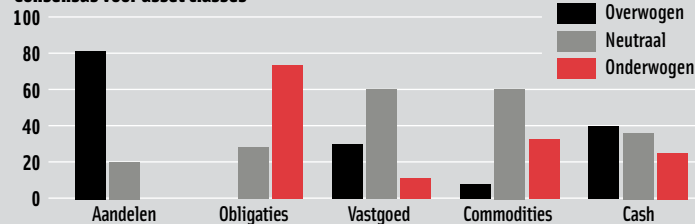
IBOXX OA PR	10,03%
IBOXX Global Inflation-Linked	7,47%
IBOXX CRP OA PR	5,48%
IBOXX Iboxx Eur High Yield Core Tmt	-1,44%
JPMorgan EMBI Diversified	16,38%

Consensusaanbevelingen

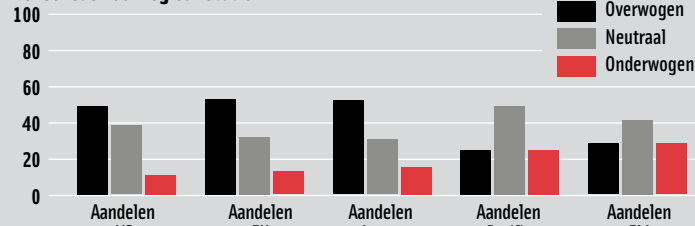


De vijftig fondsenhuizen die meedoen aan de maandelijkse asset-allocatiepoll zijn voorzichtigter geworden voor aandelen, maar blijven negatief over obligaties.

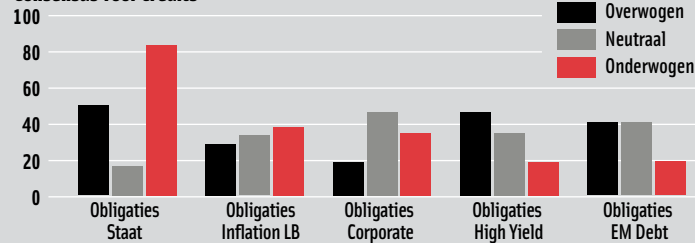
Consensus voor asset classes



Consensus voor regioallocatie

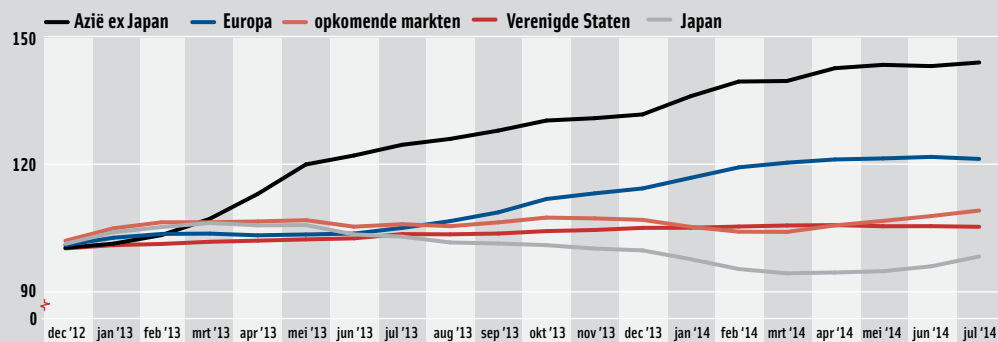


Consensus voor credits



In- en uitstroom

Voor de regio's Azië ex Japan en opkomende markten is er sprake van instroom. Daarentegen stagneert voor Amerika en Europa de instroom. Beide regio's hebben voor het eerst sinds april 2013 met verkopen te maken.



Bron: 2014 Morningstar, Inc.

ASSET-ALLOCATIEDASHBOARD

ALLE BELEGGINGS-CATEGORIEËN SCOREN

Dat je nu geen liquiditeit moet hebben, is duidelijk te zien. Obligaties evenaren aandelenrendementen en zal dit op korte termijn veranderen? Met de nieuwe maatregelen van de ECB blijft het credo: cash is geen king!

Fondshuizen namen de afgelopen twee maanden iets minder risico met aandelen. In augustus had precies 80% de aanbeveling 'overwogen', terwijl het hoogste punt in juli nog 88,1% was. Uit de asset-allocatiepoll van eind augustus blijkt dat de meest favoriete regio's Amerika en Japan zijn en dat Europa nu een stap terug doet naar 'neutraal'. Door de sterke performance van opkomende markten en Azië ex Japan zijn deze regio's de best renderende, maar de consensus van assetmanagers geeft voor beide een neutrale opinie.

High yield wil als meest aantrekkelijke obligatiecategorie niet renderen. Staatsobligaties renderen wel, maar geen enkel fondshuis heeft deze voorkeur. De consensus over inflatielinkers stijgt naar 'neutraal'. Opvallend is dat emerging market debt en inflatielinkers de best renderende obligatiecategorieën zijn. De in- en uitstroom van regiofondsen, uitgedrukt in het percentage van de totale uitstaande beleggingsfondsen, laat bij Japan een afvlakkende, maar nog steeds positieve trend zien. Trendwijzigingen zijn te zien bij Azië ex Japan en opkomende markten. Uit Europa als minst renderende regio stroomt geld. Alle obligatiecategorieën hadden daarentegen instroom, behalve high yield.

Deze verkoopgolf voor aandelen lijkt nu de opinie van professionele beleggers te beïnvloeden. Begin 2014 was het percentage 'overwogen' 62,5%, dit is gedaald naar 46,5%. De instroom van geldmarktfondsen, lees cash, moet beleggers niet op het verkeerde been zetten. Geld is nog nooit zo goedkoop geweest, wat eigenlijk aangeeft: beleggen moet!

EELCO UBBELS IS OPRICHTER EN DIRECTEUR VAN ALPHA RESEARCH.



FONDSHUIZEN OMARMEN DUURZAAMHEID VOOR HET HELE ASSORTIMENT

BEDRIJVEN ZIEN DUURZAME BELEGGERS OOK ALS INFORMATIEBRON

Voorals pensioenfondsen en goede doelen verwachten dat hun vermogensbeheerders duurzaam beleggen. Particuliere beleggers hebben minder belangstelling. Toch selecteren banken ook steeds strenger op het ethische beleid van de fondsen die ze verkopen.

TEKST FRANK VAN ALPHEN

'Bij verzoeken van banken om informatie zitten tegenwoordig standaard vragen over maatschappelijk verantwoord beleggen', zegt Johan Langerak, directeur voor de Benelux bij Standard Life Investments (SLI). 'Er zijn zelfs banken die vragen stellen over de vermogensbeheerder zelf. Die willen weten wat we zelf als bedrijf doen om duurzaamheid te bevorderen.' Zo valt op de SLI-site te lezen dat het bedrijf in 2020 30% minder CO₂-uitstoot wil veroorzaken als gevolg van vliegvluchten.

Ook Edith Siermann, hoofd obligaties bij Robeco en verantwoordelijk voor de afdeling governance en actief aandeelhouderschap, merkt dat banken scherper letten op de wijze waarop vermogensbeheerders ESG-criteria hanteren in hun beleg-

gingsproces. ESG staat voor environment, social en governance.

Duurzaam beleggen is op de markt voor particuliere beleggers een relatief kleine niche gebleven. Vermogensbeheerders hebben wel duurzame fondsen, maar die hebben doorgaans een bescheiden omvang. Zo zit er € 50 mln in het Robeco Duurzaam Aandelenfonds. Ter vergelijking: Robeco NV (het wereldwijd belegend aandelenfonds van Robeco) beheert ruim € 3,5 mrd.

'Lang niet iedereen legt een verband tussen beleggen en duurzaamheid', zegt Siermann ter verklaring. 'Aandacht voor het milieu associëren mensen eerder met hun dagelijkse boodschappen. Een kleine groep heeft interesse in maatschappelijk verantwoord beleggen.'

ESG-criteria

Die kleine groep bewuste beleggers zoekt zijn heil meestal bij ASN Bank en Triodos. Die gespecialiseerde banken hebben de grootste duurzame fondsen. Het ASN Duurzaam Aandelenfonds, dat ruim een half miljard in kas heeft, is het grootste duurzame fonds op de re-

tailmarkt. Het groeit nog steeds: de eerste helft van dit jaar stortten beleggers € 50 mln in dit fonds. Triodos heeft een aandelenfonds dat ruim € 340 mln heeft opgehaald.

Zodra het over duurzaam beleggen gaat, duikt de vraag op of maatschappelijk verantwoord beleggen een betere risico-rendementverhouding heeft dan gewoon beleggen. Een definitief antwoord is nog niet gegeven.

Die stapel met rapporten over het verschil in rendement is vorige maand weer een stukje hoger geworden. Twee Duitse onderzoekers van Veritas Investments hebben hun tanden stukgebeten op dit weerbarstige onderwerp. Hun conclusie: toepassen van alle ESG-criteria levert niet meer of minder op dan domweg in de index beleggen.

Eerder dit jaar concludeerde RobecoSAM juist dat selecteren op ESG-criteria tot een hoger rendement leidt. Volgens dit Zwitserse onderdeel van Robeco dat is gespecialiseerd in duurzaamheid verslaan bedrijven die milieu en sociaal beleid serieus nemen op de lange termijn ondernemingen die minder aandacht besteden aan die zaken.

De achterliggende gedachte is dat de leiding van duurzame bedrijven risico's eerder in het vizier heeft en daarom sneller reageert.

'We zien aandacht van het management voor mens en milieu als de kanarie in de mijn', zegt Amanda Young, hoofd Responsible Investments bij SLI. 'Bestuurders die werk maken van duurzaamheid zijn bewuster bezig met de risico's van hun onderneming.'

Wie een blik werpt op de resultaten van duurzame fondsen ziet niet direct dat ze veel beter presteren dan gewone aandelenfondsen. Het Robeco Duurzaam Aandelenfonds boekte volgens Morningstar de afgelopen tien jaar een rendement van 5% per jaar; het grote Robecofonds 6,4%. Het ASN Duurzaam

**'WE ZIEN
AANDACHT VOOR
MENS EN MILIEU
ALS DE KANARIE IN
DE MIJN'**



FOTO: WALMART VESTIGING IN HANGZHOU, CHINA. DOOR: CORBIS

me Aandelenfonds deed het met 6,9% per jaar iets beter, maar bleef iets achter bij de benchmark die Morningstar hanteert.

Walmart

Los van de rendementsdiscussie kunnen vermogensbeheerders niet heen om maatschappelijk verantwoord beleggen. Pensioenfondsen moeten bijvoorbeeld volgens de Code Pensioenfondsen van begin dit jaar vertellen hoe ze in hun beleggingsbeleid rekening houden met klimaat, milieu en sociale verhoudingen. Ook hebben goede doelen vaak specifieke beleggingswensen. Zo wil KWF niet beleggen in de tabaksindustrie.

Sommige vermogensbeheerder bieden speciale SRI-producten aan, maar er zijn steeds meer fondsenhuizen die SRI-beginselen integreren in hun beleggingsproces.

Robeco en SLI en Newton, een dochter van BNY Mellon, zijn voorbeelden van vermogensbeheerders die ESG een onderdeel hebben gemaakt van hun beleggingsproces.

'Wij waren in 2011 een van de eersten die de ESG-screening op alle beleggingen toepasten', zegt Siermann. Het Britse Newton, dat € 63 mrd onder beheer heeft, claimt al sinds de oprichting eind jaren zeventig te kijken naar

niet-financiële criteria. 'Beleggen gaat over het inschatten van risico's. Ook risico's op het gebied van milieu, veiligheid en goed ondernemingsbestuur', zegt Sandra Carlisle van Newton.

Deze vermogensbeheerders vinden het toepassen van ESG-criteria in combinatie met engagement bij uitstek passen bij beleggen op de lange termijn. Bij engagement gaan beleggers in gesprek met ondernemingen over ESG-zaken die voor verbetering vatbaar zijn. Uitsluiten van bedrijven doen deze beleggers alleen in het uiterste geval.

Uitsluiten is een bot instrument, vinden veel vermogensbeheerders. Een voorbeeld is Walmart. Deze Amerikaanse supermarktketen staat op de zwarte lijst bij enkele Nederlandse pensioenfondsen omdat het concern vakbondsactiviteiten dwarsboomt. Aan de andere kant heeft Walmart veel bereikt op het gebied van duurzame visserij. De impact is enorm: Walmart is de grootste visverkoper in de VS, zegt Young.

Robeco heeft Walmart evenmin op de lijst met uitsluitingen staan. 'We staan niet achter het beleid van Walmart, maar het bedrijf houdt zich wel aan de Amerikaanse wet. Uitsluiten is in dit geval een te zwaar middel. Je besluit dan voor al je klanten dat ze niet meer in Walmart kunnen beleggen. Dat gaat ver. Wij zijn niet de eigenaar

van het geld. We beheren het slechts voor onze klanten.'

Dialogoog

Engagement kent vele vormen: van stemmen op de aandeelhoudersvergadering tot gesprekken met het management. 'Wij vinden de aandeelhoudersvergadering een goed moment om de balans op te maken', zegt Carlisle. 'Voordeel is dat er een jaarlijkse cyclus is waar je rekening mee kunt houden. Je kunt jaarlijks volgen of bepaalde verbeteringen zijn doorgevoerd.'

Volgens Siermann staat engagement niet gelijk aan eindeloos praten zonder al te veel tastbare resultaten. 'In acht van de tien gevallen voeren bedrijven de gewenste veranderingen geheel of deels door.'

Volgens de SRI-beleggers vinden de meeste bedrijven het geen bezwaar dat kapitaalverschaffers willen praten over hun ESG-beleid. Soms worden ze zelfs

met open armen ontvangen. 'Sommige ondernemingen tasten in het duister over de wensen van beleggers. Ze vinden het prettig als wij vertellen op welke punten we letten', aldus Siermann. 'Andere bedrijven gebruiken de beleggers van buiten om intern aan te tonen dat veranderingen noodzakelijk zijn.'

Young heeft eveneens de ervaring dat het management naar haar luistert. 'Van belang is dat je ook vertelt wat een onderneming goed doet. Als je alleen aandacht hebt voor zaken die beter kunnen, komt je boodschap minder goed over. Je moet ook begrip tonen voor de dilemma's van bedrijven.'

'We praten niet alleen met de top van het bedrijf, maar ook met de mensen die het beleid moeten uitvoeren', zegt Young. 'Bij BP zag je bijvoorbeeld dat goede milieuvoorschriften in de praktijk onvoldoende werden nageleefd.' Volgens Young is het soms aan kleine details te zien of bedrijven alleen maar mooie praatjes verkopen of echt maatschappelijk verantwoord ondernemen. 'Als op de corporate website staat dat het personeel de "biggest asset" is, dan is het opvallend als die uitspraak niet te vinden is in de taal van landen waar het bedrijf veel werknemers heeft.'

'WIJ MAKEN OP DE VERGADERING VAN AANDEELHOUDERS ALTIJD WEER EVEN DE BALANS OP'

FRANK VAN ALPHEN IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.



Echt *flexibel* beleggen in vastrentende waarden.

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

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

Een nieuwe, flexibele manier van beleggen in vastrentende waarden!

UBS (Lux) Bond SICAV – Global Dynamic (USD) P-acc
LU0891671751

Netto exposure¹

Interest rates

Totale duration 0 tot 10 jaar

Credit

Investment grade bonds² 50% to 100%

Emerging market bonds 25% max.

High-yield bonds 25% max.

Securitized bonds 30% max.

Convertible bonds 10% max.

Samen
max. 50%

Valuta's

Andere valuta's dan USD³ 40% max.

¹Verwachte bruto exposure ongeveer 200%

²Overheids- en bedrijfsobligaties

³Van dit fonds is tevens een Euro Hedged aandelenklasse beschikbaar

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



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

THEMA: VERENIGDE STATEN



ALIBABA OP WALL STREET

De aanstaande beursgang op Wall Street van het Chinese internetbedrijf Alibaba zet de goudzoekers massaal in beweging.

PAGINA 28-29



AMERIKA VS EUROPA

Waar moet je je als lange-termijnbelegger op richten: VS of Europa? Het oordeel van de beleggingsspecialisten.

PAGINA 26-27

EN VERDER

FN UNIVERSE: TECH AAN KOP

Onder Amerikaanse aandelen floreert de technologiesector.

PAGINA 31

VS VERLATEN DE AFKICKKLINIEK

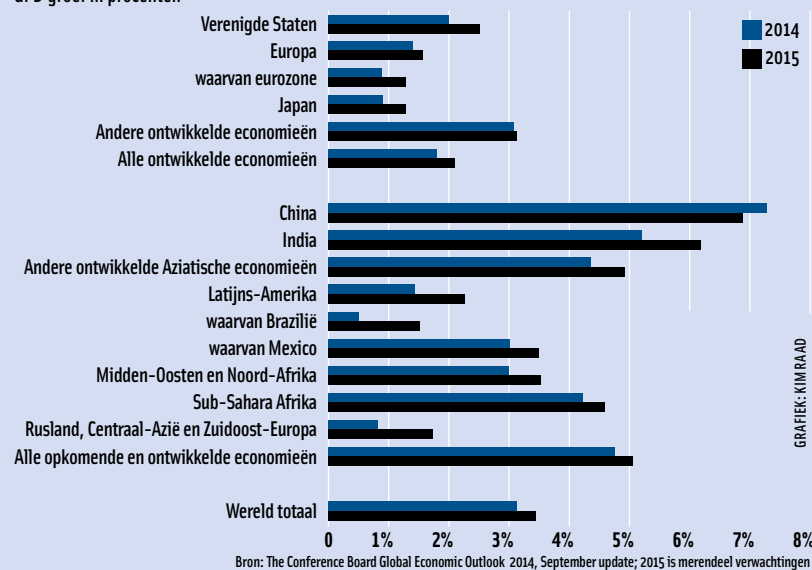
Terwijl monetaire autoriteiten in Europa eerder deze maand besloten de economie te stimuleren, bouwen de Amerikanen juist af. Experts in New York analyseren wat de gevolgen zullen zijn van het dichtdraaien van de geldkraan. Niet alle voortekenen stemmen positief.

TEKST GERBEN VAN DER MAREL

Amerika maakt zich op voor het einde van kwantitatieve verruiming, zoals het monetaire groot geschut wordt genoemd. Renteverhogingen van de Fed zweven boven de markt. Zowel aandelen- als obligatiekoersen zijn de laatste jaren opgejaagd. Loopt dat nu ook op een einde? James Swanson reageert in New York nuchter: aandelen blijven in de lift en ook op het obligatiefront 'geen grote veranderingen'. De chief investment strategist van MFS

Groeiverwachtingen voor 2014-2015

GPD groei in procenten



Investment Management verwacht geen groot drama. In 1994 leidde een onverwacht forse rente-ingreep tot het instorten van obligatiekoersen. 'Ik verwacht hoogstens een lichte teleurstelling voor obligatiebeleggers. Maar mijn inschatting is dat de rente niet opeens omhoogschiet en obligatiekoersen instorten.' (Rentes en obligatiekoersen lopen spiegelbeeldig: een

'IN DE ALLOCATIE VERSCHUIFT HET GEWICHT OVER EEN BREED FRONT NAAR OBLIGATIES'



Exploring the world for high quality results.

Invesco is één van de meest vooraanstaande onafhankelijke asset managers ter wereld, genoteerd aan de beurs van New York. Ons doel is beleggers wereldwijd te helpen bij het verwezenlijken van hun financiële doelstellingen. Met 811,8 miljard USD onder beheer en meer dan 750 beleggingsdeskundigen aanwezig in meer dan 20 landen, kunnen we de flexibiliteit van een lokale organisatie combineren met de kracht en de middelen van een internationaal netwerk.

Ons brede scala aan beleggingsmogelijkheden is speciaal ontworpen om tal van verschillende financiële doelstellingen te verwezenlijken. Het productassortiment van Invesco bestrijkt de belangrijkste asset classes; aandelen, obligaties, balanced fondsen en alternatieve beleggingen.

**Voor meer informatie neem contact met ons op
020 561 62 62 of www.invesco.nl**





JANET YELLEN. FOTO: HOLLANDESE HOOGTE

stijgende rente betekent dalende obligatiekoersen).

Swanson heeft een waslijst aan redenen waarom de vraag naar obligaties komende tijd zal toenemen. De vergrijzing van de wereldbevolking is er een van. 'Ouderen hebben inkomen nodig. Ze hebben behoefte aan veiligheid en willen dus niet de volatiliteit van aandelen. Het trauma van de laatste crisis dreunt nog na.' Bij pensioenfondsen ziet hij dezelfde beweging. Hun ongedekte verplichtingen zijn gekrompen als gevolg van de opgelopen beurswaarderingen. 'Ze haasten zich om winst zeker te stellen. Hun allocatie verschuift zwaarder naar obligaties.'

Kwaliteitsobligaties

Nog een reden die Swanson noemt: wereldwijd zijn centrale banken geld en reserves aan het opstapelen. Hij noemt China, Japan en de staatsfondsen van de olie-economieën. 'Van het wereldwijde bbp werd tien jaar geleden 8% gespaard. Nu is dat meer dan 20%. Dit soort investeerders is volgens de vermogensbeheerder van de firma met circa \$ 400 mrd onder beheer vooral op zoek naar kwaliteitsobligaties. 'Het aanbod krimpt. Dat komt door het verlagen van ratings van landen.' Hij wijst erop dat de Amerikaanse overheid de grootste emittent is van triple A-schuld. 'Maar ook de VS ge-

ven steeds minder schuld uit.' Het Amerikaanse overheidstekort krimpt verrassend snel.

Rick Rieder van BlackRock meent ook dat de vraag naar obligaties een blijvende impact heeft: 'Met alle buitenlandse investeerders die schatkistpapier blijven kopen uit een krimpende voorraad is het moeilijk voorstelbaar dat rentetarieven serieus gaan stijgen.' In een presentatie aan klanten maakte de assetmanager recentelijk duidelijk dat de Fed 'op korte termijn' haar doelstellingen uit haar dubbele mandaat bijna heeft bereikt: prijsstabiliteit en maximale werkgelegenheid.

Bart van Ark, hoofdeconoom van The Conference Board, zegt dat de Verenigde Staten 'versneld 'slack', ofwel de onderbenutting in de economie, aan het wegwerken is. Dat komt door een combinatie van herstellende werkgelegenheid en timide economische output. Van Ark: 'We benaderen eerder dan verwacht volledige capaciteit in de economie. Wij denken dat

NA JARENLANGE WERKLOOSHEID WORDT KRAPTE OP DE ARBEIDSMARKT ALWEER EEN ZORG

de werkloosheid begin 2015 al gedaald kan zijn naar het standaardniveau van 5,5%. (The Conference Board verwacht dat Nederland pas na 2018 dat punt bereikt.) Van Ark wijst erop dat het uittreden van babyboomers uit de beroepsbevolking bijdraagt aan de daling.

Obligatiespecialist Rieder van BlackRock onderscheidt verschillende trends op de arbeidsmarkt. Hij stelt juist dat Amerikanen pensionering uitstellen omdat de extreem lage rente van de laatste tijd hun pensioenen onder druk heeft gezet. 'Het wordt te duur om met pensioen te gaan. Dat schaadt de werkgelegenheid voor jongeren.' Rieder noemt technologische vooruitgang de basis voor de toekomstige groei van de productiviteit. Gewalificeerde werknemers zullen dat terugzien in stijgende lonen. Maar de behoefte aan arbeidskrachten op 'instapniveau' zal afnemen.

Rente VS snel omhoog

Na jarenlange hoge werkloosheid maakt Van Ark zich nu juist alweer zorgen over de krapte op de arbeidsmarkt. Dat moment kan nu snel bereikt worden omdat er ondanks tegenvallende groei langzamerhand toch meer tekorten beginnen te ontstaan. 'Met name vanwege de blijvende lage arbeidsparticipatie en de lage productiviteitsgroei. Het is zes jaar na de cri-

sis en nog steeds hebben we te maken met trage groei in de productiviteit.' De groei prognoses in Amerika moesten de laatste jaren telkens naar beneden bijgesteld worden en de gerealiseerde groei bleef daar ook nog fors bij achter. 'In dit land wordt veel te weinig geïnvesteerd door bedrijven en de meeste groei komt dus van extra banen. Dat is dus niet veel langer meer vol te houden.'

Op langere termijn gaan bedrijven dit volgens Van Ark onvermijdelijk voelen onderaan de streep. 'In ons laatste onderzoeksrapport "From Not Enough Jobs to Not Enough Workers" stellen we dat een krappe arbeidsmarkt onvermijdelijk zal leiden tot hogere lonen.' Van Ark is geen aandelen-specialist maar hij houdt mede om die reden rekening met een geleidelijke correctie en snelle renteverhogingen van de Fed. Analisten van Amerikaanse zakenbanken dachten aanvankelijk dat de eerste verhoging van de korte rente pas in 2016 zou plaatsvinden. Dat moment kruipt in de ogen van Wall Street steeds dichterbij. Rieder van BlackRock noemt het eerste kwartaal 'een reële mogelijkheid.' The Conference Board van Van Ark verwacht de eerste verhoging in het tweede kwartaal.

Swanson zegt dat het voor aandelen niet eens zo veel uitmaakt als algemeen wordt gedacht. Renteverhogingen leiden volgens hem tot lichte tijdelijke koersdalingen. 'Maar na zes of twaalf maanden pieken beurskoersen weer. Beleggers associëren hogere rentetarieven met groei en met hogere winsten. Koers-winstverhoudingen stijgen in een periode van verhogingen van rentetarieven, vooral als ze worden aangejaagd door olopemde inflatie.' Zolang de inflatie niet hoger wordt dan 4% zitten aandelenbeleggers volgens hem goed. 'De beurzen beginnen te piepen als snelle prijsstijgingen de marges van ondernemingen bedreigen.' ■

GERBEN VAN DER MAREL IS CORRESPONDENT IN DE VS EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.

WACHTEN OP INHAALSLAG VAN EUROPESE BEURZEN

ZIJN AMERIKAANSE AANDELEN DUUR OF EUROPESE GOEDKOOP?

Amerikaanse aandelen zijn een stuk duurder dan Europese, maar de winstgroei is er ook veel sterker. Weet Europa uit het dal te kruipen, dan liggen hier de beste kansen, denken de strategen.

TEKST JEROEN BOOGAARD

Waar de belangrijkste Amerikaanse beursindices recordstanden bereiken, blijven Europese aandelen dit jaar duidelijk achter. Dit heeft alles te maken met de uiteenlopende economische ontwikkelingen. 'Als we kijken naar het consumentenvertrouwen, de consumentenbestedingen, de industriële productie en de kredietverlening dan zien we dat de motor van de Amerikaanse economie nu echt begint te draaien,' zegt Diane Jaffee, hoofd Amerikaanse aandelen bij vermogensbeheerder TCW en lead portfoliomanager van de Amundi US Relative Value-strategie.

Europa heeft daarentegen meer last van de spanningen tussen Rusland en Oekraïne dan de VS en kampt nog steeds met een hoge werkloosheid en zwakke kredietverlening. In Amerika trekken de werkgelegenheid en kredietverlening volgens Jaffee aan. 'Door de sterke krimp tijdens de kredietcrisis

groeide de kredietverlening aan het bedrijfsleven sinds eind 2008 met slechts 0,4% op jaarbasis, maar tot dusver dit jaar zien we een versnelling naar bijna 8%' zegt Jaffee. Het feit dat Amerikaanse bedrijven weer meer gaan lenen is volgens haar bijzonder positief voor de Amerikaanse economie, want het betekent dat de investeringsbereidheid toeneemt. Omdat de leningen een looptijd hebben van veelal drie tot zeven jaar en bedrijven het geld niet in één keer uitgeven, zal de economie hier bovendien met vertraging van profiteren.

Daarentegen ziet Jaffee de kredietverlening in Europa pas volgend jaar verbeteren, op voorwaarde dat de banken goed door de stresstesten komen en de Europese Centrale Bank (ECB) meer goedkoop geld beschikbaar stelt. 'De Amerikaanse economie loopt minstens zes maanden voor op

'AMERIKAANSE AANDELEN KUNNEN GEMIDDELD 10% PER JAAR OPLEVEREN'

Major World Index Valuations

	P/B	P/S	P/E	P/E (est.)	Div Yield
S&P 500	2.7x	1.8x	18.0x	16.8x	19.0%
Euro Stoxx	1.5	0.9	23.0	14.5	3.6
FTSE	2.0	1.1	17.1	14.2	4.6
Nikkei	1.6	0.8	20.3	17.5	1.6
Hang Seng	1.4	1.9	10.9	11.5	3.6
MSCI EAFE	1.7	1.0	17.8	15.0	3.3

(As of August 26, 2014 – Supplemental Information) Bron: Bloomberg. Calculated using top-down method.

de Europese en zit niet langer in een bankrecessie maar in een groeimodus, zegt Jaffee. Voor de komende jaren rekt ze op een winstgroei in de VS van 6 tot 7%, in overeenstemming met het langetermijngemiddelde. Een dergelijke groei is volgens haar ook nodig om de huidige waarderingen te rechtvaardigen. 'De winstgroei brengt de koers-winstverhouding omlaag, wat we dankzij het sterke tweede kwartaal dit jaar ook al hebben gezien.' De huidige koers-winstverhouding op basis van de 'bottom-up' winstverwachtingen voor de komende twaalf maanden ligt voor de S&P 500 op circa 15,3, lager dan aan het begin van het jaar en ook onder het dertigjarig historisch gemiddelde van 15,7.

Zo bezien is er volgens Jaffee van overwaardering van de Amerikaanse aandelenmarkt geen sprake. 'Op basis van de historische waardering is de markt niet duur, behalve wanneer je een economische teruggang verwacht. De koers-winstverhoudingen liggen weliswaar hoger dan in Europa, maar de winstgroei is ook zo veel sterker.' Ook op basis van de prijs-boekwaarde van 2,6, tegen het historische gemiddelde van 3,0, en het dividendrendement van 2% vindt Jaffee de S&P 500 aantrekkelijk gewaardeerd.

Hoger dividend

Na de goede kwartaalresultaten is de pay-out ratio gezakt naar 35%, vergeleken met het langetermijngemiddelde van 52%. Jaffee verwacht echter dat Amerikaanse bedrijven weer meer dividend aan de aandeelhouders gaan uitkeren wanneer de cyclus op zijn einde loopt. Maar zover is het volgens haar nog niet. 'Deze cyclus is nog lang niet over. Bedrijven krijgen nu meer vertrouwen en zetten de miljarden dollars op de balansen aan het werk voor fusies en overnames. Daarna zullen ze weer personeel aannemen om verder te groeien. Hogere lonen zullen de winstmarges vervolgens onder druk gaan zetten, maar aangezien consumenten dan meer te besteden hebben neemt de omzetgroei toe. In de laatste fase van de cyclus gaan bedrijven de pay-out ratio verhogen,' zo schetst Jaffee het te verwachten scenario voor de komende jaren.

Ze denkt dat Amerikaanse aandelen een totaalrendement van gemiddeld 10% per jaar kunnen opleveren, in lijn met het historisch gemiddelde. Daarbij verwacht Jaffee de komende tijd een outperformance van waarde-aandelen. 'Beleggers zijn niet overtuigd van het economisch herstel en tonen nog interesse voor groeiaandelen. Waarde-aandelen presteren echter normaliter bovengemiddeld in periodes waarin de economische groei aantrekt.' Zorgen over de effecten van

een rentestijging heeft ze niet. 'Het verleden leert dat het economisch herstel pas bij een korte rente van circa 4% en een lange rente van 5-6% in gevaar komt,' aldus Jaffee.

Ook Lars Dijkstra, chief investment officer bij Kempen Capital Management, is positief gestemd over Amerika. 'Het herstel vanuit de recessie heeft veel langer geduurd dan normaal, maar we zien nu dat de VS op een duurzaam pad van economische groei zijn gekomen. Voor de komende jaren rekenen we op een boventrendmatige groei van 3%, een dalende werkloosheid en stijgende lonen. Dat betekent ook dat de noodmaatregelen van de Amerikaanse centrale bank langzaam worden teruggeschroefd,' zegt Dijkstra. Europa ondervindt volgens hem nog steeds de gevolgen van een balansrecessie, mede door de beleidsfouten die zijn gemaakt. Door bezuinigingen en belastingverhogingen is het risico van een deflatiespiraal vergroot. Anders dan in de VS hebben de Europese banken ook niet hun eigen vermogen moeten aanvullen, waardoor de kredietverlening te wensen overlaat. Verder kampen vooral Frankrijk en Italië met concurrentiepositieproblemen, zo vat Dijkstra de problemen in Europa samen.

Kansen in Europa

De beleggingsstrategie ziet echter lichtpuntjes. Onder invloed van de 'Asset Quality Review' en de stresstesten die de ECB uitvoert, zijn reeds diverse banken in de eurozone gedwongen om met aandelenemissies de balans te versterken. Dat moet volgens

Dijkstra waar nodig worden doorgezet, zodat de banken weer meer kredieten kunnen verstrekken. 'We zien hier al positieve signalen. De kredietverlening en de vraag naar krediet in de eurozone zijn de laatste kwartalen reeds verbeterd. Ook omdat Europa altijd achter Amerika aan hobbelt, en de groei daar flink doorzet, verwachten we niet dat Europa in een nieuwe recessie belandt,' aldus Dijkstra. Wanneer een externe schok zoals een handelsoorlog met Rusland uitblijft, ziet hij de groei ook in Europa volgend jaar aantrekken.

Dat beleggers dit jaar een duidelijke voorkeur hebben voor Amerikaanse aandelen verbaast hem niet. 'Gezien de onzekerheden in Europa is de hogere waardering op Wall Street momenteel wel gerechtvaardigd,' zegt Dijkstra. Maar op lange termijn ziet hij geen reden voor een lagere waardering in Europa, waar de Euro Stoxx momenteel tegen circa 14,5 keer de verwachte winst voor de komende twaalf maanden noteert. Dijkstra: 'De winstmarges liggen hier nog veel lager dan in de VS maar zullen naar onze mening de komende jaren gaan herstellen. Nemen alle onzekerheden over een mogelijk nieuwe recessie en deflatie af, dan kunnen ook de koers-winstverhoudingen omhoog. Europese aandelen hebben hierdoor veel meer potentie dan Amerikaanse.'

Maar ook de opwaartse trend op Wall Street ziet hij voorlopig doorzetten. Dijkstra: 'Wij denken dat de winstmarges van Amerikaanse bedrijven nog minstens een paar jaar op dit hoge niveau blijven of zelfs nog wat verder toenemen. De Amerikaanse centrale bank zal weliswaar heel geleidelijk de rente verhogen, maar dat toont vooral de kracht van de economie. Mochten de winstmarges echter om wat voor reden dan ook sterk dalen, dan betekent dat het einde van de bullmarkt' ■

**'EUROPESE
AANDELEN HEBBEN
VEEL MEER
POTENTIE DAN
AMERIKAANSE'**

JEROEN BOOGAARD IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.

DE GOUDZOEKERS TREKKEN WEER OP NAAR WALL STREET

BEURSGANG VAN ALIBABA ZET VELE BEDRIJVEN AAN TOT NAVOLGING

Wall Street schrijft geschiedenis met de grootste emissie ooit van het 'exotische' internetfonds Alibaba. Zelden gingen zo veel bedrijven naar de beurs om geld op te halen als nu. Kuddes beleggers investeren gretig in aandelen uit de sectoren internet en technologie. Hoe lang gaat dat goed?

TEKST GERBEN VAN DER MAREL

Het leeglopen van een zeepbel op de financiële markten komt nooit helemaal onverwacht. Neem de legendarische crash van de jaren twintig van de vorige eeuw. 'Wall Street begon duidelijk te wankelen in maart 1929', schrijft de Amerikaanse historicus Charles Geisst in zijn klassieke bestseller *100 years of Wall Street*. 'De Federal Reserve raakte steeds meer verontrust over de koersniveaus van aandelen. Na een rustige zomer waarin nog meer toeristen New York bezochten, begonnen koersen te dalen. Op 24 oktober 1929 barst de zeepbel.'

Terwijl de Britse premier Winston Churchill als gast toekijkt op het balkon van de beursvloer zakt de New York Stock Exchange met 12% bij een recordomzet van 12 miljoen aandelen. Als het nieuws bekend wordt, stromen honderden Amerikanen naar de beurs. Ze verzamelen zich op de hoek van Wall Street en Broad Street. De

gebeurtenis levert beroemde beelden op van lang rijen Amerikaanse beleggers, brokers en bankiers in pak en – toen nog – met hoed. De massahysterie van de jaren ervoor over de successen op de beurs slaat om in collectieve angst. 'De zomer ervoor verzamelden mensen zich hier nog om hun financiële helden naar hun werk te zien gaan in de ochtend', noteert Geisst. In de jaren erna zouden de beurzen in de VS nog eens 90% van hun waarde verliezen.

Twee weken geleden was het Waldorf Astoria-hotel in New York het onverwachte toneel van een beursgekte die ook gerust historisch genoemd kan worden. In het art-decohotel uit 1931 verzamelen zich honderden beleggers, brokers, analisten en bankiers. Deze kudde intelligent ogende individuen komt voor de aftrap van de road-

'DIT HEEFT NIETS TE MAKEN MET DE INTERNETGEKTE. WE LEVEN NU IN ANDERE TIJDEN'

show van de Chinese internetgigant Alibaba. Het levert een stormloop op die het hotel nauwelijks kan verwerken. Toeristen kijken verbaasd. Voor de lift naar de achttiende verdieping staat een kronkelende rij van wel honderd meter tot in de kelder. Sommigen zijn duidelijk in een staat van opwindings. Deze beleggers in New York zijn niet bevangen door angst en depressie zoals in 1929. Ze zijn juist gretig en hongerig – en in voor een goede grap. De held van de dag is natuurlijk Jack Ma (49), de man die vanuit zijn slaapkamer met Alibaba een winstgevend miljardenbedrijf heeft gebouwd dat nu de wereld moet gaan veroveren. Ma grapt dat hij tien jaar geleden ook naar Amerika kwam voor een geldinjectie. Zijn beoogde twee miljoen dollar kreeg hij echter niet van de dertig investeerders bij wie hij zijn hand ophield. Nu kom ik wat meer halen, zegt de voormalige leraar Engels met een brede grijns en tot grote hilariteit van het publiek.

Facebook en Google

Een van de honderden wachtende fondsbeheerders in de lobby van het Waldorf Astoria zegt nog nooit zo veel

mensen gezien te hebben op een presentatie van een bedrijf. Maar hij wil niets weten van een hype. 'Dit heeft niets te maken met de internetgekte van veertien jaar geleden. We leven in andere tijden. Alibaba is winstgevend en de groeikansen zijn enorm.' Het geloof in de potentie van bedrijven als Alibaba maar ook Twitter en Facebook wordt breeduit gedeeld.

Het is geen toeval dat Facebook juist op de dag van de aftrap van de marketingcampagne van Alibaba een beurswaarde passeert van \$ 200 mrd. Het bedrijf is meer waard dan oude giganten als Coca-Cola en IBM. Concurrent Google is zelfs \$ 400 mrd waard. De hooggespannen verwachtingen voor Google van vlak na de beursgang tien jaar geleden zijn wel afgenomen, gemeten aan de koers-winstverhouding.

Tien jaar geleden betaalden beleggers voor Google tachtig keer de verwachte toekomstige winst. Nu is dat negentien keer. Voor Facebook wordt 38 keer de winst betaald. Wall Street verwacht dat de winst van Facebook sneller zal toenemen dan die van Google. Facebook is volgens analisten 'een koopje' in vergelijking met andere socialemediabedrijven. De koers-winstver-

houding van LinkedIn is 83 en die van Twitter staat op een fenomenale 148.

Het geloof van de massa leidt vaak tot massahysterie. Dat creëert in de beurswereld financiële zeepbellen, aldus John Mackay in 1841 in het driedelige boek *Memoirs of Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds*. De Brit beschreef de Nederlandse tulpenmanie van de zeventiende eeuw, de Zuidzee-zeepbel en de zotheid van de kruistochten. Mackay in zijn voorwoord: 'Mensen denken in kuddes, ze raken buiten zinnen in kuddes, en ze komen langzaam weer bij hun verstand, een voor een.'

Een van de individuen die erom bekendstaan zijn verstand erbij te houden is Robert Shiller. De econoom en Nobelprijswinnaar noemde de huidige waardering van de Amerikaanse aandelenmarkt in juli 'zorgwekkend'. Janet Yellen, voorzitter van de Federal Reserve, waarschuwde in dezelfde maand voor een mogelijke zeepbel. Haar zorg betreft vooral de hoge koersen van socialemediabedrijven, die prompt een tik kregen. Of daarmee een nieuwe dotcomcrash in aantocht is, is de vraag. Afgemeten aan de koers-winstverhoudingen lagen de waarderingen veertien jaar geleden veel hoger. Gemiddeld werd toen voor de S&P 500 dertig keer de verwachte winst betaald. Nu is dat slechts negentien keer. De bullmarkt is nu veel breder gespreid over sectoren dan rond de eeuwwisseling. Dat is waarom veel aandelenstrategen en beleggers denken dat koersen verder omhoog kunnen.

Correcties zijn van alle tijden. Maar vooral de timing is moeilijk te voorspellen. Zeker is dat de periode die voorafgaat aan een beurscorrectie meestal wordt gekenmerkt door extreme groeiverwachtingen. Die worden soms ingelost maar ook vaak zwaar overdreven. Momenteel worden voor verlieslijdende start-ups miljarden betaald. Bedrijven als Google en Facebook betalen die overnames in aandelen die op hun comfortabele koersniveaus goud waard zijn. Grote



JACK MA, TOPMAN VAN ALIBABA IN HET WALDORF ASTORIA HOTEL VOOR EEN PRESENTATIE. FOTO: HOLLANDESE HOOGTE

vermogensbeheerders als Blackrock and T. Rowe Price investeren steeds vaker vooraf mee in start-ups die kansrijk zijn voor een beursgang.

Dat beurzen op recordniveaus staan jaagt veel nieuwe bedrijven automatisch richting beurs. Dit jaar maakten al meer dan tweehonderd bedrijven hun entree in Amerika. Ze komen veelal uit de (bio)technologiesector en de internetwereld. Bedrijven en hun

private aandeelhouders worden geprikkeld door de hoge prijzen die beleggers betalen op de beurs. Lang niet al die nieuwe beursfondsen laten een mooi koersverloop omhoog zien. Maar cashende insiders hebben dan allang hun succesvolle transacties gerealiseerd.

'Hottest IPO of the year'

Alibaba is zonder twijfel de 'hottest' IPO van het jaar. Dit soort hooggespannen verwachtingen onder beleggers waren het laatst zichtbaar bij Facebook, dat in 2012 \$ 16 mrd ophaalde in een rommelige beursgang. Maar het aandeel is sindsdien bijna verdubbeld. Alibaba mikt met zijn beursgang op een flink hogere oogst van \$ 21 mrd. Het wordt de grootste

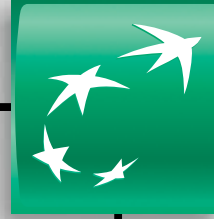
beursgang ooit in Amerika. En misschien wel de grootste ooit in de wereld als de beursgang van Agricultural Bank of China, met \$ 22,1 mrd opgehaald geld in 2010, wordt overtroffen. Volgens Renaissance Capital, een onderzoeksbureau uit Connecticut, zit er in de VS nog veel meer in de pijplijn, zeker als Alibaba zacht landt op Wall Street. Vloerbrokers, publiek en pers zullen massaal toestromen voor de poorten van de New York Stock Exchange. Als Alibaba slaagt met zijn plannen wordt het record van 2000, toen in totaal voor \$ 80 mrd aandelen zijn verkocht in beursintroducties, overtroffen. Niet lang daarna werd het feest echter wel grondig verstoord. ■

GERBEN VAN DER MAREL IS CORRESPONDENT IN DE VS EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.

**'MENSEN RAKEN
BUITEN ZINNEN IN
KUDDES, MAAR
KOMEN EEN VOOR
EEN BIJ POSITIEVEN'**

CONVERTEERBARE OBLIGATIES MET PARVEST®

Van bovenaf heeft u een beter overzicht over uw beleggingen.



EEN GROOT DRAAGVLAK

Parvest biedt u een brede en innovatieve reeks van 4 fondsen voor de belangrijkste markten:

- Parvest Convertible Bond Europe®
- Parvest Convertible Bond Europe Small Cap®
- Parvest Convertible Bond Asia®
- Parvest Convertible Bond World®

EEN SOLIDE RAAMWERK

Onze experts hebben gemiddeld bijna 15 jaar ervaring en beheren meer dan 3 miljard euro^[1] aan converteerbare obligaties. Ze hebben alle marktcyclussen al eens doorlopen en dankzij hen is Parvest toonaangevend op dit terrein^[2].



WENDBAAR

Met deze fondsen, die de kenmerken van aandelen en obligaties combineren, profiteert u van flexibel beheer dat inspelt op de marktontwikkelingen.



TBWA/CORPORATE - © Jasse Kyttanen



PARVEST

ZOEK NIET VERDER

De waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De waarde van uw beleggingen fluctueert met de koerswijzigingen van de effecten waarin wordt belegd. De mogelijkheid bestaat dat uw belegging in waarde stijgt; het is echter ook mogelijk dat uw belegging weinig tot geen inkomsten zal genereren en dat uw inleg bij een ongunstig koersverloop geheel of ten dele verloren gaat. [1] Bron: BNPP IP per 30-6-2014. [2] In 2013 werd het fonds Parvest Convertible Bond Europe Small Cap® onderscheiden met de Lipper Awards voor 3 en 5 jaar. De beoordelingen en scores van Lipper vormen noch beleggingsadvies, noch een verkoop aanbod of een uitnodiging om deze belegging te kopen. De beoordelingen en scores van Lipper mogen alleen ter informatie worden gebruikt. © Thomson Reuters 2014. Alle rechten voorbehouden.



BNP PARIBAS
INVESTMENT PARTNERS

De vermogensbeheerder voor een wereld in verandering

www.parvest.nl
[@bnppip_nl](https://twitter.com/bnppip_nl)

Dit document dient enkel ter informatie en is 1) geen voorstel of aanbod tot het aankopen of verhandelen van de financiële instrumenten hierin beschreven en 2) geen beleggingsadvies. De in dit materiaal genoemde beleggingsfondsen zijn geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten op grond van de Wet op het financieel toezicht. Voor deze producten is een prospectus alsmede de Essentiële Beleggersinformatie (EBI) opgesteld met informatie over het product, de kosten en de risico's. Vraag erom en lees hem voordat u het product koopt. Het prospectus, de EBI alsmede overige informatie zijn verkrijgbaar bij BNP Paribas Investment Partners*, Client Service, Postbus 71770, 1008 DG Amsterdam en via www.bnpparibas-ip.nl. Bij aan- en verkopen worden kosten in rekening gebracht. *"BNP Paribas Investment Partners" is de wereldwijde merknaam van de vermogensbeheerdiensten van BNP Paribas Groep.

TRACKERS OP DE NASDAQ-100 FIER AAN KOP IN DE VS

NA MOEIZAME JAARSTART ZIJN AMERIKAANSE AANDELEN WEER ONTKETEND

Ondanks de waarschuwing van Fed-president Janet Yellen dat 'kleine internet- en biotechbedrijven zijn opgerekt', vallen dit jaar vooral de superieure rendementen van grote techbedrijven op.

TEKST HARM LUTTIKHEDDE

De Amerikaanse aandelenbeurzen zetten hun opmars sinds het dieptepunt in het voorjaar van 2009 onverstoort voort. Niets lijkt het sentiment ten aanzien van Amerikaanse aandelen te kunnen ondermijnen.

Voorals sinds mei vertonen de koersgrafieken gelijkenis met een steile bergwand. Daarmee werd de bekende beurswijsheid 'Sell in May and go away. But remember to come back in September' maar weer eens gelogenstraft.

Technologie steelt show

Voor de prestaties van Amerikaanse aandelen verwijzen beleggers doorgaans naar de breed samengestelde S&P 500 Index, die vorig jaar steeg met een fabelachtige 29,6%. Ook dit jaar schrijft de index alweer bijna dubbele cijfers. Toch zijn technologie-aandelen al jaren de werkelijke sterren van de beurs.

De brede Nasdaq Composite blijft



dit jaar echter flink achter bij de Nasdaq 100 van grootste technolo-

NIET DE S&P 500, MAAR DE NASDAQ STEELT DIT JAAR DE SHOW, DANKZIJ TECHBEDRIJVEN

giebedrijven. De verklaring is dat beleggers zich de waarschuwende woorden van Federal Reserve-voorzitter Janet Yellen hebben aangetrokken dat de waarderingen van veel kleine internet- en biotechbedrijven 'opgerekt' zijn. Ze geven om die reden de voorkeur aan de gevestigde namen.

De FN Universe bevat twee index-trackers op de Nasdaq-100. In de top-5 van best presterende Amerikaanse

aandelenfondsen dit jaar laten ze drie actief beheerde beleggingsfondsen achter zich.

Deze drie fondsen verslaan op hun beurt wel elk hun benchmark, zij het in het geval van het JPMorgan-fonds maar nipt. Opvallend is dat het breed gespreide US Steep Fund van de Amerikaanse assetmanager fors onderwogen is in de IT-sector en dat er in de top-10 geen technologiebedrijven staan.

De fondsen van Fidelity van ING zijn daarentegen beide licht overwogen in de IT-sector. Hier springt de tegenstrijdige visie op het aandeel Apple in het oog.

Bij het ING-fonds is de maker van de nieuwe Apple Watch de belangrijkste component in de portefeuille: 3,8% van de € 325 mln euro aan vermogen onder beheer is in dit bedrijf gestoken. Bij het ruim dertien keer zo grote Fidelity-fonds is Apple juist een van de aandelen die het sterkst worden onderwogen.

De managers van beide fondsen zitten wel op één lijn ten aanzien van twee andere IT-bedrijven. Zowel Microsoft als Oracle wordt overwogen en staat in de top-10. ■

HARM LUTTIKHEDDE IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.



Core¹-ETF's

Fysieke db X-trackers ETF's – exposure naar belangrijke benchmark indices vanaf 0,07% All-in Fee² per jaar



db X-trackers Core¹-ETF's: De kerninvestering voor uw portefeuille.

Voor meer informatie:
Internet: www.dbxtrackers.com
E-mail: etf@db.com
Hotline: +31 (0) 20 555 43 35

db x-trackers	ISIN	Replicatie	Ticker	Inkomsten	All-in Fee ² p.j.
MSCI USA Index UCITS ETF (DR)	IE00BJ0KDR00	Fysiek	XD9U	Herbeleggend	0,07%
DAX [®] UCITS ETF (DR)	LU0274211480	Fysiek	XDAX	Herbeleggend	0,09%
DAX [®] UCITS ETF (DR) – Income	LU0838782315	Fysiek	XDDX	Distribuerend	0,09%
FTSE 100 UCITS ETF (DR)	LU0838780707	Fysiek	XDUK	Herbeleggend	0,09%
EURO STOXX 50 [®] UCITS ETF (DR)	LU0380865021	Fysiek	XESC	Herbeleggend	0,09%
EURO STOXX 50 [®] UCITS ETF (DR)	LU0274211217	Fysiek	XESX	Distribuerend	0,09%
MSCI World Index UCITS ETF (DR)	IE00BJ0KDQ92	Fysiek	XDWD	Herbeleggend	0,19%
Nikkei 225 UCITS ETF (DR)	LU0839027447	Fysiek	XDJP	Distribuerend	0,25%

db X-trackers ETFs – Quality made by Deutsche Asset & Wealth Management.

Passion to Perform



¹ Goedkope blue chip (land/regionaal/globaal) standaard benchmark indextrackers worden meestal gebruikt als lange termijn „core“ holding in beleggingsportefeuilles.

² Beleggers moeten zich er van bewust zijn dat in aanvulling op de management fee, de ETF kosten met zich mee kan dragen, welke een negatieve impact hebben op de performance van de investering in vergelijking met de onderliggende index. Bijvoorbeeld: Broker- en transactiekosten, financiële transactie belastingen, zegelrechten, maar ook potentiële verschillen in belastingheffing over de winstmarges of dividend in de onderliggende index, en feitelijke belasting van winsten of dividend van de ETF.

Disclaimer:

© Deutsche Bank AG 2014. 25.08.2014. Deutsche Asset & Wealth Management (DeAWM) vertegenwoordigt de asset management en wealth managementactiviteiten van Deutsche Bank AG en aanverwante entiteiten. Deutsche Bank AG 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 www.dbxtrackers.com. De waarde is afhankelijk van ontwikkelingen op de financiële markten en kan als gevolg van het beleggingsbeleid sterk fluctueren.