

ZELFBEWUST CHINA

OP WEG TERUG NAAR DE
MACHTSPPOSITIE VAN WELEER

PAGINA 39 -41



**DE RENTE ZAL NOG ZEKER
VIJF JAAR LAAG BLIJVEN**
PAGINA 6-9

**WIE ER PROFITEERT VAN EEN
LAGE OLIEPRIJS? APPLE**
PAGINA 10-11

**MARKT VAN ONAFHANKELIJKE
BEHEERDERS GROEIT**
PAGINA 14-15



Deutsche Invest I Global Bonds Fund **** (ISIN: LU0616846035)

Ontdek de wereldwijde mogelijkheden van absolute return

Absolute return strategieën kunnen nog waardevoller zijn in tijden van lage rente, zeker nu veel traditionele obligatiebeleggers de huidige markt lastig vinden. Het fonds Deutsche Invest I Global Bonds biedt obligatiebeleggers toegang tot een reeks unconstrained strategieën met als doel de volatiliteit te beperken. Dit geeft het fonds maximale flexibiliteit om wereldwijd interessante mogelijkheden te vinden en te benutten.

Meer informatie?
Ga naar www.deutschefunds.nl

Passion to Perform



Belangrijke informatie

Deutsche Asset & Wealth Management (Deutsche AWM) vertegenwoordigt de asset en wealth managementactiviteiten van Deutsche Bank AG en aanverwante entiteiten. Klanten zullen verschillende producten en diensten van Deutsche AWM aangeboden krijgen vanuit een of meer verschillende juridische entiteiten welke kenbaar zullen worden gemaakt aan de klanten alvorens tot het sluiten van contracten, overeenkomsten of aanbieden van materialen wordt overgegaan. In Nederland worden de producten van Deutsche AWM u aangeboden door Deutsche Bank AG Amsterdam Branch. Deutsche AWM maakt deel uit van de Deutsche Bank Group. Deutsche Bank AG Amsterdam Branch en de genoemde beleggingsfondsen zijn geregistreerd bij de AFM (Autoriteit Financiële Markten) te Amsterdam. Loop geen onnodig risico. Lees de Essentiële Beleggersinformatie. Deze is te vinden op deutschefunds.nl. De waarde is afhankelijk van ontwikkelingen op de financiële markten en kan als gevolg van het beleggingsbeleid sterk fluctueren. © 2015 Deutsche Asset & Wealth Management

*Bron Morningstar, Inc. per: eind februari 2015

© [2015] Morningstar. Alle rechten voorbehouden. De informatie, gegevens, analyses en meningen ("Informatie") hierin (1) bevatten vertrouwelijke informatie die het eigendom van Morningstar zijn (2) mag niet worden gekopieerd of verdeeld, (3) vormen geen beleggingsadvies, (4) worden uitsluitend gebruikt voor informatieve doeleinden, (5) zijn niet gegarandeerd volledig, nauwkeurig of tijdig en (6) zijn afkomstig uit het fonds gepubliceerde gegevens op diverse data. De informatie wordt u aangeboden op eigen risico. Morningstar is niet verantwoordelijk voor de beslissingen, schade of andere verliezen met betrekking tot de informatie of het gebruik ervan.

VOORWOORD

De derde golf van deflatie' - zo betitelt de beleggingsstrateeg van Fidelity, Dominic Rossi, de jongste crisis op de financiële markten. Was de eerste, in 2008, van Amerikaanse makelij en de tweede, in 2011, van Europese, deze derde crisis rolt aan vanuit de opkomende markten. De bron ervan ligt echter in China, dat het groeipad van productie met lage toegevoegde waarde en export als officiële beleidslijn heeft verlaten en nu inzet op de ontwikkeling van de binnenlandse consumptie en hoogwaardige productie. Het gevolg hiervan is dat China minder grondstoffen afneemt, wat een einde heeft gemaakt aan 'de supercyclus' voor deze asset class.

De pijn die dat doet, wordt vooral gevoeld in opkomende landen als Brazilië, Venezuela en Rusland. Zij zijn voor een groot deel van hun inkomsten afhankelijk van de export van grondstoffen, wat onderstreept dat de Chinese beleidswijziging tot in alle uithoeken van de aardbol wordt gevoeld. Veel opkomende landen reageren met een devaluatie van hun munt. Doel hiervan is de eigen concurrentiepositie te beschermen, wat echter tot prijsdruk en deflatie leidt. In grote delen van Europa en de VS, zorgt het voor meer koopkracht. Maar per saldo maakt het de wereldeconomie bevattelijker voor een nieuwe recessie.

Tegen deze achtergrond staat de Federal Reserve voor een taak die niet te versmaden is. Zij moet een rentebesluit nemen. De rente ligt al jaren op de bodem tussen 0% en 0,25% en zou in het licht van het economische herstel in de VS en de wat oplopende inflatie stapsgewijs moeten worden verhoogd. Maar het momentum is niet goed: in het licht van de onzekerheid over de Chinese groei en de zwakte van veel economieën in de opkomende landen zou een wijziging in het Amerikaanse rentebeleid tot zware marktreacties kunnen leiden. Een versnelling van de (kapitaal)uitstroom uit opkomende markten kan de economische risico's en deflatierisico's er verscherpen. Dat doet uiteindelijk de VS door een sterkere dollar ook pijn. Dominic Rossi acht dat gevaar beperkt, omdat de Amerikaanse economie sterk binnenlands georiënteerd is en veel van de exportgerichte bedrijven 'pricing power' hebben. Hij vindt dat de verantwoordelijkheid van de Fed nu verder gaat dan enkel het Amerikaanse belang. Zij moet in ieder geval in september afzien van een renteverhoging. Eind dit jaar kan de situatie verbeteren en is zo'n stap wel te rechtvaardigen. Tot die tijd raadt Rossi aan om geen aandelen te kopen. 'Een vallend mes moet je namelijk nooit proberen te vangen', zegt Rossi. Hij is er wel van overtuigd dat de VS als winnaar uit deze derde golf van deflatie komen. Als dat moment is aangebroken, doen beleggers volgens hem er goed aan zich te focussen op bedrijven die cashflow hebben en leiderschap laten zien, zoals in technologie, media en gezondheidszorg.

'VS KOMEN ALS WINNAAR UIT DEZE DERDE GOLF VAN DEFLATIE'

TEKST CEES VAN LOTRINGEN



COLOFON

Hoofdredacteur Fondsnieuws

Cees van Lotringen

Eindredactie

Barbara Nieuwenhuijsen

Vormgeving

Tineke Hoogenboom

Aan deze editie werkten mee

Frank van Alphen, Maarten-Jan Bakkum, Jeroen Boogaard, Eliane Gerrits, Cees van Lotringen, Harm Luttikhedde, Barbara Nieuwenhuijsen, Gerben van der Marel, Auke Plantinga, Kim Raad, Anton Reijinga, Féri Roseboom, Miranda Schoutsen, Bettine Vrieskoop.

Sales

Thijs Pessers (pessers@fdmediagroep.nl)

Contact

redactie@fondsnieuws.nl

FONDSNIEUWS

Fondsnieuws is een initiatief van de FD Mediagroep dat zich richt op beleggingsstrategieën en vermogensregie.

De inhoud van dit magazine dient nadrukkelijk niet te worden opgevat als beleggingsadvies.

Het eerstvolgende magazine verschijnt op 14 oktober.

INHOUD



FOTO: HOLLANDSE HOOGTE

RENTE NOG LANG LAAG

Zelfs als de Fed binnenkort begint met het verhogen van de rente zal deze volgens Fed-kenner Vincent Reinhart nog lange tijd laag blijven.

PAGINA 6-9



GAREN SPINNEN BIJ KLEINE PRIJZEN

Er zijn ook bedrijven die profiteren van de gedaalde grondstoffenprijzen. Apple bijvoorbeeld is een van de grootste winnaars.

PAGINA 10-11



STAPJE VOOR STAPJE VOORUIT

De markt van onafhankelijke vermogensbeheerders wordt onder druk van de toezichhouders steeds professioneler. De groei is onmiskenbaar.

PAGINA 14-15



EN VERDER

INKOMENSPORTEFEUILLES NOG ALTIJD IN TREK

Hoewel de vooruitzichten voor dividend-aandelen zijn afgenomen, blijft het thema inkomen populair onder beleggers.

PAGINA 16-17

NA HET ZOET VOLGT NU HET ZUUR

Voor de komende jaren worden lagere rendementen verwacht dan beleggers de afgelopen tijd gewend waren.

PAGINA 18-19

ZOEKEN NAAR PARELTJES IN DE PERIFERIE

De inhaalbeweging op de obligatie- en aandelenmarkten aan de rand van de eurozone kan doorzetten, zeggen experts.

PAGINA 26-27

MULTI-ASSET BELEGGER, LET OP HET RISICOBUDGET

Door te werken met een bepaald risicobudget kun je niet alleen bewuster risico nemen, maar ook efficiënter

PAGINA 31-32

RUBRIEKEN

FAVORIETE GRAFIEKEN	13
COLUMNS.....	21, 50
INTERVIEW	25
FEUILLETON	28-30
ASSET ALLOCATIE EN STRATEGIE ..	31-32
THEMA.....	38-50

TRUCJES ZIJN VOOR GOOCHELAARS

STATE STREET
GLOBAL ADVISORS[®]
SPDR[®]

DIA Investeren hoeft niet moeilijk te zijn.
Daarom zijn SPDR[®] ETFs rechttoe
rechtaan — met een genereus aanbod aan
investeringsmogelijkheden passend bij uw
beleggingsstrategie.

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

Neem een kijkje op sldrseurope.com

De DIA is een fonds dat op de beurs verhandelbaar is met als beleggingsdoel de prijs- en rendementsontwikkeling te volgen van de Dow Jones Industrial Average. De aandelen van de DIA vertegenwoordigen belangen van individuele eigendom in de portefeuille van de Trust. De aandelen van de SPDR Dow Jones Industrial Average ETF Trust (DIA) zijn zo ontworpen dat ze continu de voortgang van de Dow Jones Industrial Average Index monitoren. DIA is een trust fonds geregistreerd onder New Yorkse wetgeving en ingeschreven bij de United States Securities Exchange Commission als een investeringsbedrijf onder de Investment Company Act van 1940, als beschreven. ETF's laten zich verhandelen als aandelen. Ze zijn onderhevig aan beleggingsrisico's en fluctueren in waarde. De waarde van de investering kan zowel omlaag als omhoog gaan en de ROI zal daarom wisselend zijn. Veranderingen in wisselkoersen kunnen een negatief effect hebben op de waarde, prijs of inkomen van een investering. Bovendien is er geen garantie dat een ETF haar beleggingsdoel zal behalen. SPDR ETF's zullen soms niet beschikbaar of geschikt voor u zijn. Deze advertentie bevat geen beleggingsadvies, of een aanbod of een vraag om SPDR ETF's aan te schaffen en is uitgegeven door State Street Global Advisors ("SSGA"). SPDR ETF's mogen alleen aangeboden en verkocht worden in de daarvoor geautoriseerde rechtsgebieden, in overeenstemming met de wettelijke voorschriften. U dient een prospectus en essentiële beleggersinformatie, Key Investor Information Documents ("KIIDs"), te verkrijgen en te lezen alvorens u gaat beleggen. Meer informatie en de prospectus/KIIDs over de kenmerken, kosten en risico's van de SPDR ETF's is beschikbaar, voor inwoners van landen waar het verhandelen van SPDR ETF's wettelijk is toegestaan, op sldrseurope.com en via uw lokale SSGA kantoor. "SPDR" is een geregistreerd handelsmerk van Standard & Poor's Financial Services LLC ("S&P") en wordt in licentie gegeven door State Street Corporation. Geen enkel financieel product dat wordt aangeboden door State Street Corporation of haar partners wordt gesponsord, ondersteund, verkocht of gepromoot door S&P of haar partners. S&P en haar partners geven geen verklaringen, waarborgen of condities af of het raadzaam is units/aandelen in deze producten te kopen, verkopen of aan te houden. © 2015 State Street Corporation - Alle rechten voorbehouden. IBGE-1154



FEDERAL RESERVE

1936

'DE RENTE IN DE VS KAN NOG VIJF JAAR HEEL LAAG BLIJVEN

FED-WATCHER: JANET YELLEN BALANCEERT OP EEN KOORD

Zelfs als de Amerikaanse centrale bank binnenkort begint met het verhogen van de rente, zal deze volgens topeconoom Vincent Reinhart nog lange tijd laag blijven. Wanneer de eerste stap komt, is geen uitgemaakte zaak.

TEKST GERBEN VAN DER MAREL

Niet de vraag of, maar wanneer de Amerikaanse centrale bank de rente zal verhogen is hét thema op de financiële markten. Zal de Federal Reserve deze maand al de moed hebben het te doen? Vincent Reinhart, die jarenlang bij de Fed heeft gewerkt en op Wall Street, is een van de echte insiders waarmee je het hierover kan hebben.

'Het zal allemaal niet zo snel gaan als veel experts hebben geroepen', aldus de man die tot begin dit jaar hoofdeconoom was bij Morgan Stanley. 'Zelfs als voorzichtig eerste stapjes worden gezet, denk ik dat de rente nog vijf jaar heel laag kan blijven.' Dat die eerste stap er

snel komt, is volgens Reinhart (58) geen uitgemaakte zaak. 'Je kan maar één keer de eerste stap zetten naar een renteverhoging. Dat is het ingewikkelde. Als later blijkt dat je te snel bent over gegaan tot monetaire verkrapping is de vervolgstap niet zo helder. Centrale bankiers zijn door hun instrumenten heen. De eventuele rentestap heeft bovendien een wereldwijde impact', zegt hij.

'JE KUNT, MAAR EEN KEER DE EERSTE STAP ZETTEN'

Dat het Amerikaanse monetaire beleid grote gevolgen heeft voor onder andere opkomende landen is de afgelopen maanden gebleken. Het ruime monetaire beleid van de Fed en van andere centrale banken heeft gezorgd voor een stroom van goedkoop geld naar opkomende landen. Na de eerste signalen over een aanstaande renteverhoging trokken beleggers hun geld massaal weer terug. Valutakoersen daalden en rentes stegen.

Binnenlands mandaat

De onrust op de financiële markten komt vanuit het oosten. Maar of het de Fed minder enthousiast maakt voor de eerste verhoging in bijna een decennium is de vraag, zegt Reinhart. De staat van de economie van de VS wordt voor driekwart bepaald voor de binnenlandse consumptie. 'De Fed

heeft een binnenlands mandaat voor enerzijds het maximaliseren van de werkgelegenheid en anderzijds stabiele consumentenprijzen. Om die reden zijn Fed-officials alleen bezig met de gebeurtenissen in China als ze deze nationale doelstellingen raken. Verdragende groei in China en een depreciërende munt remt op zich onze groei door de directe bijdrage in de handel. Dat gezegd hebbende, denk ik dat de effecten van de onrust op de prognoses bescheiden zullen zijn. Voor de meeste centrale bankiers gaat het hoogstens om afrondingsverschillen in hun beoordeling in hoeverre verdere monetaire verruiming nodig is.'

Dat betekent volgens Reinhart natuurlijk niet dat de Fed wegstijgt. 'De onrust zegt natuurlijk wel veel. Economieën stuiten op en neer terwijl aandelenkoersen een ongekende opmars hebben gemaakt. De gebeurtenissen kunnen de timing van de Amerikaanse centrale bank beïnvloeden. Niemand wil de mondiale spanningen omzetten in een crisis. De Fed kan makkelijk kiezen voor een later tijdstip voor de eerste verhoging. In haar toelichting kan ze eenvoudig verwijzen naar "verhoogde wereldwijde risico's". De Amerikaanse centrale bank zal wachten tot ze absoluut overtuigd is van haar timing.'

'Yellen is een duif'

Reinhart is op korte termijn zelf niet erg bezorgd over China, ondanks de groeivertraging en de diffuse signalen van beleidsmakers die naar verschillende instrumenten grepen om de markten te kalmeren. 'Het is een enorme en ondoorzichtige economie. Maar ik heb toch het gevoel dat beleids-



VINCENT REINHART FOTO: JOSHUA ROBERTS/BLOOMBERG NEWS

makers wél weten wat ze doen. Ik denk dat de groei de komende jaren houdbaar zal zijn en dat de economie ook wel tegen een stootje kan. Het kan de komende jaren gewoon goed gaan. Maar voor de langere termijn zal de enorme Chinese economie steeds moeilijker te controleren zijn.'

De man die jarenlang werkte bij de Fed onderstreept dat de instel-

ling beperkt rekening houdt met grensoverschrijdende gevolgen van haar beleid.

'De belangrijkste kwestie is voor mij niet wanneer de Fed gaat verhogen – in september, december of januari – maar hoe hoog de rente moet worden.' De Amerikaanse centrale bank zal volgens Reinhart zeer voorzichtig blijven. De persoonlijkheid van Janet Yellen speelt mee en haar reputatie als nieuwe voorzitter staat op het spel. 'Yellen is een duif', zegt Reinhart, en dus voorstander van een soepel monetair beleid. 'Niemand weet echt hoe ze er precies in zit, haar verklaringen zijn tot nu toe heel summier. Ze is waarschijnlijk nog meer een duif dan uit haar woorden blijkt. Met onze economie zitten we voorlopig nogal vastgeklonken in een lange periode van

'DE GROTE VRAAG IS HOE HOOG DE RENTE MOET WORDEN'

beperkte economische groei van 2%. Dat het herstel na een zware crisis met hoge overheidsschulden langzaam gaat, schreven mijn vrouw en ik overigens al in de studie *After the Fall* in 2010.'

Reinhart trad een jaar later in dienst van Morgan Stanley om begin dit jaar de bank de rug toe te keren voor onderzoek aan Harvard en het American Enterprise Institute (AEI) waar hij eerder ook al voor werkte. Reinhart staat niet bekend als een grote optimist en zijn beroemde vrouw Carmen Reinhart ook niet. Het stel kent elkaar uit de collegebanken van Columbia University in New York. 'We schreven onze eerste gezamenlijke paper 25 jaar geleden.' Hij maakte carrière bij de Fed, zij bij zakenbank Bear Stearns en het IMF. Carmen Reinhart voorspelde in de jaren negentig de valutacrisis in Zuid-Amerika en Azië. Zij schreef het boek *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly* samen met Harvard-professor Ken Rogoff. Eind augustus was het echtpaar samen op het jaarlijkse symposium voor centrale bankiers in Jackson Hole.

'Shock and awe'

In Fed-notulen van 2007 bedankt toenmalig Fed-voorzitter Ben Bernanke Reinhart uitvoerig voor zijn 'vaste hand' tijdens de onrust na de aanslagen van 11 september 2001. Dat centrale bankiers in de jaren na zijn vertrek zo'n stempel zouden drukken op de economie en markten hadden weinigen voorspeld. 'Dat de spaarrente zo laag is, raakt veel gewone Amerikanen. Dat versterkt het probleem van inkomensongelijkheid dat het economisch herstel schaadt.'

Wall Street heeft volgens de econoom 'te veel' aandacht voor de Fed. Het goedkope geld wordt lang niet altijd goed ingezet. 'Bedrijven zouden veel meer tijd moeten besteden aan het produceren van dingen. De zeer lage rente tast de efficiënte allocatie van middelen aan. Bedrijven zitten op stapels geld dat niet rendeert. Het prikkelt ceo's om na te denken over de fiscale voordelen van combinaties in plaats van hun hoofd te breken over echte investeringen en innovaties. Dat is zorgwekkend. Het betekent dat de huidige golf van fusies en overnames nog een tijdje door kan gaan.'

De normalisering van het rentebeleid duurt volgens Reinhart makkelijk vijf jaar. Daarnaast heeft de centrale bank haar balans opgeblazen door de aankoop van obligaties. Thomas Mayer, voormalig hoofdeconoom bij Deutsche Bank, vergeleek de acties van de centrale banken sinds 2008 met die van de Amerikaanse generaals in de oorlog in Irak. Ze begonnen met 'shock and awe' en wonnen de eerste gevechten, maar ze kwamen in de problemen toen het tijd werd om zich terug te trekken. Reinhart zegt dat de Fed balanceert op een koord: 'Het herstellen van het vertrouwen is de sleutel. Het pro-

**'WE ZIJN
GEDOEMD
EERDERE
FOUTEN WEER
TE MAKEN'**

bleem is dat elke aankoop van een obligatie door de Fed wordt gezien als een bevestiging dat centrale bankiers alles zullen doen voor stabiliteit.'

Het denken van de monetaire autoriteiten is volgens Reinhart sterk gekleurd door de fouten uit het verleden. De Fed koos in 1937 voor het verhogen van de rente. Maar dat zorgde voor een pijnlijke verlenging van de Grote Depressie. 'Daarom beweegt de Fed nu zo langzaam. Toch zijn we gedoemd om fouten uit het verleden weer te maken. Je weet alleen nooit van tevoren welke fouten dat zijn. In 1937 dachten monetaire beleidsmakers ook dat ze de lessen uit het verleden goed beheersten.'

GERBEN VAN DER MAREL IS CORRESPONDENT IN NEW YORK EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.

VERANDERENDE VERWACHTINGEN

SEPTEMBER, OKTOBER OF TOCH DECEMBER?

Steeds minder beleggers verwachten dat de Fed de rente in september zal verhogen. Verwachtte eind juli volgens persbureau Bloomberg nog 40% van de markt dat de rente deze maand omhoog zou gaan, eind augustus was dit percentage gedaald tot 32. De kans op een renteverhoging in oktober wordt geschat nu geschat op 43%, in december op 58%. Aanleiding voor het afnemende geloof in een snelle Amerikaanse rentestijging is de beurscorrectie in China en de volatiliteit waarmee dat wereldwijd gepaard gaat.

DE WINNAARS VAN DE LAGE GRONDSTOFFENPRIJZEN

'APPLE PROFITEERDE ENORM VAN GEDAALDE OLIEPRIJS'

De grondstoffenprijzen bevinden zich al enkele jaren in een negatieve trend. Veel aandacht is er voor de verliezers. Maar wie zijn de winnaars?

TEKST HARM LUTTIKHEDDE

Niet zo lang geleden nog leken de prijzen van grondstoffen als olie, ijzererts en koper maar één kant op te kunnen gaan: verder omhoog. Er werd zelfs gesproken van een 'supercyclus' in grondstoffen. Hoe anders is de situatie nu.

Breed samengestelde grondstoffenindices zijn sinds mei 2011 gehalveerd en de prijzen stonden afgelopen maand weer op het niveau van begin deze eeuw. De oorzaak? Een toegenomen aanbod dat de dalende vraag, vooral vanuit China, 's werelds grootste importeur van grondstoffen, overstijgt.

Desondanks worden nieuw geopende mijnen of oliebronnen niet direct weer gesloten vanwege de enorme investeringen die eraan voorafgaan. Zelfs minder efficiënte mijnen sluiten kan ingewikkeld zijn. De terugkeer naar een evenwicht tussen vraag en aanbod wordt bovendien vertraagd door de waardevermindering van de valuta

van veel opkomende landen. De meeste grondstoffen worden namelijk in dollars verhandeld. Wordt de dollar sterker, zoals de afgelopen jaren het geval is geweest, dan nemen inkomsten voor bedrijven uit bijvoorbeeld Brazilië in relatieve zin toe, en zijn ze minder snel geneigd de 'output' te verlagen.

De prijzen van veel grondstoffen zijn echter dermate hard gedaald dat er nu slachtoffers vallen. 'Rusland, Nigeria, landen uit het Midden-Oosten, Noorwegen, Zweden, Canada en Australië', zo somt Amit Lodha, beheerder van het Fidelity Global Focus Fund er een aantal op.

Netto-invoerders van grondstoffen profiteren juist van de lage prij-

zen. 'Denk hierbij aan China, India, Japan, maar ook de eurozone', aldus de fondsmanager. Omdat het hier de grotere economieën betreft, zijn de lage grondstofprijzen per saldo positief voor de groei van de wereld-economie.

Dalende grondstoffenprijzen drukken de inflatie waardoor de koopkracht van consumenten stijgt en de druk op centrale banken om de beleidsrentes te verhogen, afneemt.

Lagere benzineprijzen

'In aan consumenten gerelateerde sectoren vind je dan ook de grote winnaars. Wat wil je ook als je in de VS niet langer \$4 maar nog slechts \$2 per gallon aan de pomp betaalt', zegt Lodha.

De helft van die besparing, zo blijkt uit onderzoek, zegt hij, wordt gebruikt om schulden mee af te lossen, 25% gaat naar de spaarrekening en de overige 25% wordt gebruikt voor consumptie.

'Mensen gaan dus vaker uit eten of kopen een nieuwe smartphone', aldus de Fidelity-specialist. 'De nieuwe iPhone beleeft een van zijn

'MENSEN GAAN VAKER UIT ETEN OF KOPEN NIEUWE SMARTPHONE'

beste productcycli ooit. Daarmee is Apple een van de bedrijven die het sterkst profiteren van de lage olieprijs.'

Ook voor de reisbranche is de afgelopen twaalf maanden met 60% gedaalde olieprijs gunstig. 'Vliegen wordt goedkoper. Zo zijn de extra brandstoftoelagen op vliegtickets inmiddels verdwenen. Behalve voor vliegmaatschappijen is dit positief voor (beursgenoteerde) luchthavens zoals die van Zürich. Meer reizigers betekent meer geld in het laatje, want wat anders kun je op een luchthaven doen dan shoppen?'

Winnaars, zo vult Matthias Meyer van Deutsche Asset & Wealth Management aan, zijn uiteraard ook de grote energieverbruikers in de (chemische) industrie, 'tenzij ze hun energiekosten volledig gehedged hebben, maar meestal beperkt zich dat tot de helft van de rekening. Hier vertalen lagere kosten zich vrijwel een op een in hogere marges.'

Energiebedrijven zijn daarentegen de grote verliezers, al werkt de daling van de olieprijs niet volledig door in de omzet omdat ze meer doen dan alleen olie uit de grond pompen. Toch kunnen de huidige olieprijsen verstrekkende gevolgen hebben, zegt het hoofd liquid real assets Europe & Asia van Deutsche AWM. 'Waarom beleg je in oliebedrijven? Vanwege hun dividendbeleid. In het verleden groeide het dividend gestaag, maar of ze dat kunnen volhouden, of zelfs maar op het huidige niveau voortzetten, wordt een hele uitdaging. Blijft de olieprijs zo laag, dan moet je de komende zes tot twaalf maanden niet uitsluiten dat ze moeten snijden in het dividend. In onze dividendstra-



DE IPHONE 6 WAS BIJ ZIJN INTRODUCTIE IN EEN MUM VAN TIJD UITVERKOCHT. FOTO: HH

tegieën zijn we momenteel dan ook voorzichtig ten aanzien van energiebedrijven.'

Dienstverleners

Ook dienstverleners aan de olie- en gasindustrie worden door teruglopende investeringen geraakt. Maar er zijn ook uitzonderingen. Zo noemt Meyer bijvoorbeeld de bedrijven die oliepijpleidingen verhuren waarbij wordt gewerkt met langlopende contracten. 'Je moet het binnen een sector per bedrijfstak en bedrijf beoordelen.'

Wat de prijscyclus van veel grondstoffen volgens de Duitse beleggingsspecialist typeert, is dat

die 'mean reversion' is, oftewel: altijd terugkeert naar zijn historische gemiddelde. Als aandelenbelegger dien je je daar bewust van te zijn, zegt Meyer.

Zo verwacht hij dat de goudprijs binnen anderhalf jaar weer zal aantrekken, wat positief zou kunnen uitpakken voor aandelen van mijnbouwbedrijven die dit edelmetaal uit de grond halen. Dit in tegenstelling tot koper, dat nog in een 'vroegere fase van het consolidatie- en efficiencyproces' zit.

Lodha is in dat opzicht positief gestemd over energiebedrijven, omdat een aantrekkelijke economische groei onherroepelijk tot een toenemende vraag naar een 'basisproduct' als brandstof zal leiden. Hij besluit: 'Bij het onderscheiden van de toekomstige winnaars en verliezers proberen we altijd de markt voor te zijn of de winnaars te selecteren die niet direct herkend worden. Juist die aandelen zullen het goed doen.'

'GOUDPRIJS ZAL BINNEN ANDERHALF JAAR WEER AANTREKKEN'

HARM LUTTIKHEDDE IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.



Samenwerking op basis van uw wensen en doelstellingen

U hebt uw eigen, specifieke beleggingswensen. Daarom kijken wij niet zozeer naar de marktverwachtingen, maar in de eerste plaats naar uw behoeften. Op basis daarvan creëren wij een strategie om uw beleggingsdoelen te bereiken. Een goede samenwerking begint met een gesprek. Wij wisselen dan ook graag met u van gedachten over een beleggingsstrategie voor de toekomst.

Wat voor u belangrijk is, is voor ons belangrijk.

Meer weten? Ga naar nnip.co/beleggingspartners



**NN investment
partners**

formerly known as



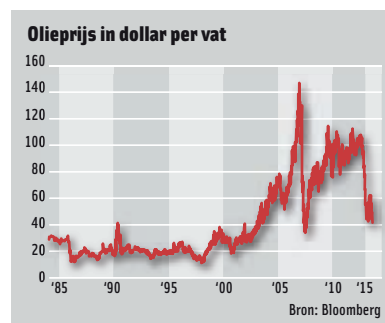
GORILLA'S IN DE MIST

DE FAVORIETE GRAFIEKEN

André Broijl van fondshuis Mirabaud focust in de rubriek 'De favoriete grafieken' op de olieprijs, de obligatierentes en op creditspreads.

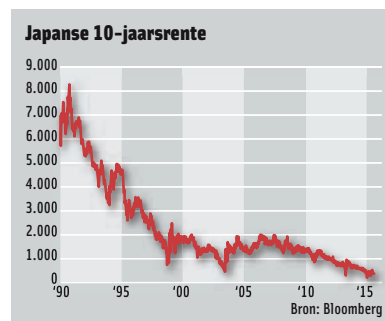
Ontwikkeling olieprijs moeilijk te voorspellen

De olieprijsontwikkeling houdt de gemoederen bezig op de financiële markten. Recentelijk zakte deze richting de \$40 per vat, zoals weergegeven in het WTI futurecontract voor levering over een maand. Vlak voor de teloorgang van Lehman Brothers in 2008 werd er nog bijna \$150 per vat betaald. De oorzaak is eenvoudig: meer aanbod dan vraag, overproductie en dus oplopende voorraden. De factoren die hiertoe hebben geleid zijn echter niet zo eenvoudig te voorspellen. Denk aan nieuwe participanten zoals speculanten en inflatiehedgers en nieuwe technologieën om moeilijk winbare olie op te pompen.



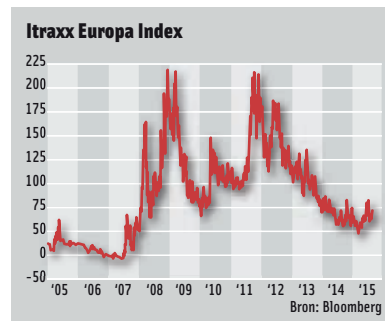
Rentes bewegen zich op uiterst lage niveaus

De rentes in Europa zijn op uiterst lage niveaus beland met de Duitse 10-jaarsrente onder de 1%. Iedereen vraagt zich af wanneer deze weer gaat stijgen. De Japanse 10-jaarsrente bereikte eind jaren negentig al een niveau onder de 1% en is goed vijftien jaar later toch nog niet echt gestegen, eerder verder gedaald. Een rente dicht tegen de 0% zal ogenschijnlijk niet veel verder kunnen dalen, maar dit is geen garantie dat die snel omhoog zal gaan. Zelfs al voeren de centrale bank en de overheid een stimulerend beleid om groei en inflatie aan te wakkeren.



Creditspreads nog niet op een dieptepunt

Creditspreads zijn sinds de subprime crisis alleen maar omlaag gegaan en nu op een dieptepunt aangekomen, wordt mij vaak gezegd. De investment grade credit spreads zoals weergegeven door de Itraxx Europa Index, die gebaseerd is op 125 gelijkgewogen CDS-contracten van Europese bedrijven, laat zien dat de werkelijkheid weerbarstiger is. Na de in de VS ontstane crisis, kreeg Europa nog te maken met eerst een bankencrisis en vervolgens een landen-crisis die spreads in 2011 tot vergelijkbaar hoge niveaus hebben gebracht als in 2008. Het dieptepunt hebben we hier nog niet gezien. ■



ANDRÉ BROIJL IS HOOFD GLOBAL INVESTMENT GRADE CREDIT BIJ MIRABAUD ASSET MANAGEMENT IN LONDEN. SAMEN MET ZIJN TEAM KWAM HIJ AFGELOPEN JAAR OVER VAN SYNTRUS ACHMEA.



'MARKT ZELFSTANDIGE BEHEERDERS GROEIT'

MAAR VOLGENS CRITICI ZIJN ER TE VEEL TE KLEINE PARTIJEN

De markt van onafhankelijke vermogensbeheerders wordt onder druk van de toezichthouder steeds professioneler. Niet alle partijen kunnen mee in de vaart der volkeren. Toch is de groei volgens kenners onmiskenbaar.

TEKST BARBARA NIEUWENHUIJSEN

Begin juli werd vermogensbeheerland opgeschrikt door het bericht dat het Haags Effektenkantoor (HEK) zijn dienstverlening staakt. HEK was geen groot kantoor, maar wel een bekende naam. Het kantoor bestond sinds 1994. Op de website schreef het kantoor dat het stopt omdat 'toenemende regelgeving zorgt voor stijgende kosten waardoor het voor een kleine vermogensbeheerder als HEK niet langer mogelijk is om kostenefficiënt de beheeractiviteiten voort te zetten.'

Dat de regeldruk toeneemt is bekend. Al jaren geleden werd als gevolg hiervan door kenners een consolidatieslag verwacht, maar deze kwam nooit echt van de grond. Er is wel wat beweging, maar deze gaat meer druppelsgewijs.

Over de hele linie signaleren

Theodoor Gilissen Services en SNS Securities, partijen die vermogensbeheerders ondersteunen, echter nog altijd groei, al hebben de grootbanken op de vermogensbeheer- en adviesmarkt nog altijd een marktaandeel van 80 tot 90%.

'De vermogensbeheerders die wij faciliteren, nemen mensen aan', zegt Rob de Haas van SNS Securities. 'Ook zijn er steeds weer een paar accountmanagers, meestal afkomstig van grootbanken, die voor zichzelf beginnen.'

De verwachting is dat de groei zal aanhouden. In reactie op de

'STEEDS ZIJN ER ADVISEURS DIE VOOR ZICHZELF BEGINNEN'

toenemende standaardisering bij de banken, zullen de onafhankelijken op de lange termijn marktaandeel winnen, denken Astrid Ton en Peter Klijn van Theodoor Gilissen Services. 'Particulieren hebben gewoon behoefte aan onafhankelijk advies en persoonlijk aandacht.'

Paar nieuwkomers

Uit gegevens van toezichthouder AFM blijkt dat er ieder jaar een paar nieuwe vermogensbeheerders bij komen. Eind januari dit jaar werd bijvoorbeeld een adviesvergunning verstrekt aan Puur Beleggen uit Noordwijk. Oprichter is Paul Vischer, afkomstig van ABN Amro.

Een andere nieuwkomer is Spaargaren & Sommer Vermogensbeheer uit Oegstgeest, van oud-Rabo-adviseurs Jürgen Sommer en Sven Spaargaren. Zij kregen eind april een vergunning en zijn inmiddels met meerdere potentiële klanten in gesprek. De nieuwkomers laten zich niet afschrikken door toenemende regeldruk.



NIEUWKOMER SPAARGAREN & SOMMER HOUDT KANTOOR IN HET OUDE RAADHUIS IN OEGSTGEEST.

De Haas: 'De AFM focuste in haar toezicht eerder vooral op het kennen en het centraal stellen van de klant. Je ziet dat er nu ook meer aandacht is voor de kwaliteit van het beleggingsbeleid. Als gevolg hiervan zie je dat er een verdere professionaliseringslag plaatsvindt. Accountmanagers afkomstig van grootbanken hebben hier minder problemen mee. Zij zijn gewend dat ze alles stringent en uitgebreid moeten vastleggen. Maar er zijn ook partijen die hier nog wat meer hulp bij nodig hebben.' Hier komt bij dat sinds dit jaar de overheidsbijdrage voor het toezicht op financiële ondernemingen is wegge gevallen. Volgens De Haas zijn als gevolg hiervan de kosten voor sommige partijen verdubbeld. 'Als je dit gaat optellen, dan zie je dat heel kleine partijen het lastig hebben.' Behalve HEK stopte bijvoorbeeld ook Indubel Vermogensbeheer uit Amsterdam.

Oyens & Van Eeghen, een van de grotere zelfstandige vermogensbeheerders, in Nederland kondigde

deze zomer aan te zullen worden overgenomen door de Belgische Delen Private Bank. Als reden hiervoor noemt bestuursvoorzitter Pim Baljet van Oyens & Van Eeghen de wens tot schaalvergroting. Per eind maart had Oyens & Van Eeghen €3,3 mrd onder beheer, waarvan €1,4 mrd discretionair en €1,9 mrd fiduciair. Discretionair vermogen is daadwerkelijk bij de beheerder in beheer gegeven. Over fiduciair vermogen wordt alleen geadviseerd.

Het gaat volgens Baljet vooral om hoeveel je onder discretionair beheer hebt. 'Stel dat je 100% par-

**'ACTIEF
BEHEER KUN
JE GEWOON
NIET MET Z'N
TWEEN AF'**

ticuliere klanten hebt, dan kom je met €2 mrd een heel eind', zegt hij. Van de 130 tot 140 zelfstandige vermogensbeheerders in Nederland, met in totaal naar schatting zo'n €17 mrd onder beheer, zijn de partijen die hierbij in de buurt komen echter op één hand te tellen. Een groot aantal heeft minder dan €100 mln onder beheer. Baljet: 'In mijn ogen is dat uitermate marginaal. Ik zou niet weten hoe je daarvan een goede staf kunt financieren en de kwaliteit van je dienstverlening op peil houdt. Dat vereist gewoon een heel andere investering.'

Te veel één- of tweepitters

Eenzelfde geluid is te horen van Erik Willems, partner en oprichter van multi family office De Rendtmeesters uit Arnhem. Volgens hem is de vermogensbeheermarkt nog altijd onvoldoende gereguleerd. 'Er zijn veel te veel één- of tweepitters.' Over het algemeen wordt de druk van de toezichthouder wel groter, maar er wordt onvoldoende gekeken hoe je als vermogensbeheerder de kwaliteit van de dienstverlening en de continuïteit kunt borgen, zegt hij. 'Als je het mij vraagt, kun je actief vermogensbeheer niet met z'n tweeën af. Want waar haal je je informatie vandaan als je €30 mln onder beheer hebt? Uit de krant? Dan heb je geen geld voor een Bloomberg-terminal. Wat is dan de toegevoegde waarde van je voorspelling over de richting van de markt?'

Willems: 'Ik denk dat je als vermogensbeheerder echt minimaal met z'n viereën moet zijn. Wil je wel per se klein zijn, dan moet je volgens hem reëel zijn in wat je kunt.' ■

BARBARA NIEUWENHUIJSEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

INKOMENSPORTEFEEUILLES NOG ALTIJD IN TREK

RABO WIL PRODUCTEN MAKEN DIE VAST INKOMEN GEVEN

Hoewel de vooruitzichten voor dividendaandelen zijn afgenomen, blijft het thema inkomen populair bij beleggers. Volgens sommigen staan de huidige inkomstenproducten echter nog in de kinderschoenen.

TEKST FRANK VAN ALPHEN

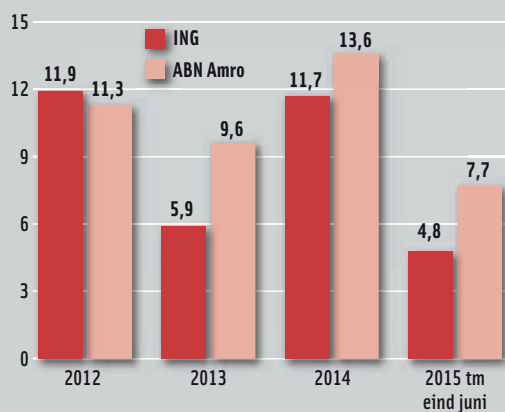
Af en toe stuurt een beleggingsdeskundige een bericht uit met de boodschap dat dividendbeleggen zijn mooiste tijd heeft gehad. De rentestijging kan bijvoorbeeld roet in het eten gooien: dividendaandelen worden minder aantrekkelijk zodra de rente opveert.

Beursanalist Corné van Zeijl twitterde deze zomer dat defensieve aandelen voor het eerst sinds jaren achterbleven bij de markt. Ondanks deze onheilstijdingen merken grootbanken met modelportefeuilles rond het thema inkomen weinig van afnemend enthousiasme bij de klant. Hoogstens zien banken dat de groei is afgenomen in vergelijking met topjaren 2012, 2013 en 2014.

'ABN Amro startte eind 2011 met zijn inkomstenportefeuille. Sindsdien is het hard gegaan, zegt

Inkomstenportefeuilles ABN Amro en ING

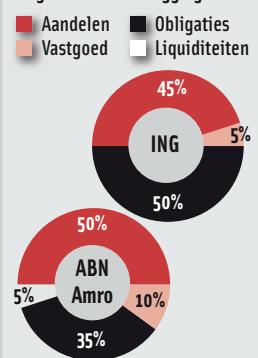
Rendementen neutrale inkomstenportefeuilles, in procenten



Bron: ABN Amro en ING

GRAFIEK: KIM RAAD

Rendementsverschillen zijn mede het gevolg van de verschillen in de gehanteerde beleggingsmix:



Richard de Groot, directeur vermogensbeheer bij de bank. Eind vorig jaar zat er €3 mrd in de portefeuille. Dat is ongeveer 15% van het totaal in onze mandaten.'

Belangstelling iets getaand

Bij ING, dat al sinds 2009 een inkomstenportefeuille heeft, is de populariteit van deze beleggingsvorm iets getaand. 'Er is nog wel

groei, maar de afgelopen maanden groeide onze strategie Actueel driemaal zo snel, zegt Friso Rengers, beheerder inkomensstrategieën bij ING. 'Qua beheerd vermogen staat de inkomensstrategie wel nog op de tweede plaats.' ING verstrekt geen absolute getallen. Bij ING kan de klant al vanaf €1000 instappen. Bij ABN Amro waren de portefeuilles alleen toeganke-

lijk voor private banking-klienten. 'Maar in het vierde kwartaal gaan we de mandaten ook actief aanbieden aan andere klantgroepen', aldus De Groot. Rabobank voert anders dan ING en ABN voor beheerklanten geen inkomensproduct, maar heeft wel inkomensportefeuilles voor adviesklanten.

Particulieren die kiezen voor een inkomensportefeuille zijn doorgaans trouw. 'Dit is niet het type belegger dat het ene jaar kiest voor het thema duurzaam en een paar jaar later overstapt naar inkomen', zegt De Groot. Dat is ook de ervaring bij ING. 'Een kwart van onze klanten belegt volgens Strategie Inkomen en is loyaal aan die keuze. Bovendien behaalt een belegger het beste resultaat als hij vasthoudt aan een passende beleggingsstijl', zegt Rengers.

Een andere reden om geen vaarwel tegen inkomensbeleggen te zeggen, is volgens Rengers dat de bedreigingen gering zijn. 'De rente in de VS zal op den duur iets stijgen, maar we verwachten geen snelle en steile reeks renteverhogingen. Het besef dat de renteverhoging niet leidt tot een structureel hogere rente, kan de belangstelling voor deze strategie zelfs weer stimuleren.'

Critici menen dat inkomensbeleggen meer een marketingsausje is dan een fundamenteel andere manier van beleggen. Ook wijkt het totale rendement nauwelijks af van gewoon gespreid beleggen, stelt hoofd beleggingscompetence Bert van den Broek van Rabobank. 'Als je naar de rendementen op de langere termijn kijkt, is het lood om oud ijzer.'

Rengers weersprekt deze kritiek. 'Het rendement kan enkele

procenten verschillen met gewoon gespreid beleggen. Tijdens de kredietcrisis deden dividend aandelen het slechter omdat banken en verzekeraars flink onder druk stonden. Na de internetbubbel deden ze het juist beter omdat dividendaandelen niet overgevaardeerd waren zoals technologie aandelen.'

Andere samenstelling

De Groot wijst erop dat de samenstelling van de inkomensportefeuille afwijkt van een doorsnee portefeuille. 'De categorie "alternatief" in dit mandaat bestaat helemaal uit vastgoed omdat daar een belangrijke inkomenscomponent bij zit. Er zitten geen grondstoffen en hedgefondsen in deze portefeuille.'

Hoewel rendement van belang is, is het regelmatige inkomen uit de belegging belangrijker voor de meeste beleggers. 'Er zit ook een psychologische kant aan. Klanten vinden het prettig dat ze zien dat deze belegging inkomen uitkeert', aldus De Groot.

De Groot ziet dat beleggers de combinatie van lage kosten door het gebruik van passieve producten (twee derde van de portefeuille) en zichtbaar rendement waarderen. Het gemak spreekt de klant

volgens hem eveneens aan. 'De inkomsten worden op een andere rekening gestort. Elke keer een paar procent van je portefeuille verkopen, is meer werk. De klant ziet wat de inkomsten zijn. Die zijn hoger dan bij een gewone portefeuille. Daar liggen ze in de buurt van de 1,5%. Wij mikken op 3%, maar dat percentage kunnen we niet garanderen.'

Iets wat tot de kritiek leidt dat de exacte inkomsten variëren en je moet beschikken over een fors vermogen om er een serieus inkomen uit te halen. Bij een dividendrendement van 3% levert een ton jaarlijks €3000 op. Dat is €250 per maand. 'Als iemand €500 aanvullend inkomen per maand nodig heeft, is het lastig als de inkomsten op en neer gaan afhankelijk van rente en de hoogte van het dividend', meent Van den Broek. Volgens Van den Broek staan de huidige inkomensproducten nog in de kinderschoenen.

De Rabo-bankier wil ontsparproducten ontwikkelen die een vast inkomen genereren. 'Denk aan een portefeuille die maandelijks €1000 oplevert ongeacht de hoogte van de coupon en het dividend. De bank zorgt dan dat een deel wordt verkocht, maar dat de structuur van de portefeuille intact blijft.'

Van den Broek verwacht in de toekomst meer vraag naar dit soort producten. 'Steeds meer mensen worden deels afhankelijk van inkomen uit vermogen. Denk aan ondernemers en zelfstandigen die geen pensioen hebben kunnen opbouwen.'

'IN DE TOEKOMST ZAL DE VRAAG ALLEEN MAAR TOENEMEN'

FRANK VAN ALPHEN IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.

MAGERE JAREN OP KOMST

NA HET ZOET VOLGT NU HET ZUUR

Voor de komende jaren worden lagere rendementen verwacht dan de afgelopen jaren. Wat betekent dit voor (beginnende) beleggers?

TEKST MIRANDA SCHOUTSEN

Worden zeven vette jaren op de financiële markten gevolgd door zeven magere jaren? Zeer waarschijnlijk wel. Analisten van Schroders schatten weliswaar in dat er de komende jaren een positief reëel rendement te realiseren is met (Amerikaanse) bedrijfsobligaties, aandelen en alternatieve beleggingen. Maar alleen aandelen uit Azië en opkomende landen alsook private equity leveren volgens hen de komende zeven jaar nog een verwachte performance op van boven de 5%. Duidelijk niet het moment voor een particuliere belegger om in te stappen zou je zeggen, of toch wel?

Sinds 2008 zijn de waarden van aandelen en obligaties over de hele linie opgelopen. Ondertussen zorgen de vergrijzing

van de westerse bevolking en zich snel opvolgende technologische ontwikkelingen voor een aanhoudend deflatoire druk. Tel daarbij op een vertraagde groei in China en dalende grondstoffenprijzen.

Ook bij ING en BlackRock heeft men onlangs de prognoses bijgesteld. 'In mijn ogen is dat helemaal niet zo erg', zegt Bob Homan, manager van de ING Investment Office. Bij de bank verwacht men voor de komende vijf jaar een gemiddeld rendement van 6 tot 6,5% op aandelen. 'Aangezien de rente laag is, is dat rendement qua opbouw vrij normaal.' Hij rekent voor: 'Een risico-opslag boven op obligaties van 3,5 tot 4%, plus een inflatie van circa 1% en een economische groei van 1,5%.'

Obligaties in de min

BlackRock stelt voor de komende drie tot vijf jaar niet meer dan 4 tot 5% voor aandelen in het vooruitzicht, en komt op een relatief laag tot negatief rendement voor



FOTO: HOLLANDESE HOOGTE

obligaties uit. 'Natuurlijk zitten daar verschillen in qua type obligaties of Europese versus Amerikaanse aandelen', zegt hoofd Retail Distributie Bob Hendriks, 'maar ik zou me als particulier niet blindstaren op de asset allocatie.'

Het is volgens hem maar de vraag welke beleggingsmix momenteel minder risicovol is. 'Obli-



gaties zijn door de lage rente op het moment risicovoller dan veel mensen denken. In mijn optiek kunnen beginnende beleggers beter kiezen voor een flexibel beheerd mixfonds dan dat ze zelf aan de slag gaan met de asset allocatie. Het categoriseren van risico's in modelportefeuilles maakt het eenvoudig te monitoren. Maar het lijkt erop dat deze manier van

inzichtelijk maken niet helpt om in de praktijk de risico's naar beneden bij te stellen.'

Heeft een beginnende belegger in dit klimaat dan eigenlijk wel iets te zoeken op de beurs? Natuurlijk wel, meent Homan. Je moet geen onderscheid maken tussen ervaren beleggers en beginners. 'Koersen hebben geen geheugen. Het gaat om vooruitkijken naar waar het rendement nog wel te vinden is. En als je erin gelooft dat bedrijven waarde kunnen blijven creëren – en dat doen wij bij ING – dan is het helemaal geen gek moment om in te stappen.'

Oppassen

Op het huidige prijsniveau moet je wel oppassen, geeft hij aan. 'Je ziet hoe gemakkelijk de ontwikkelingen in China zorgen voor grote onrust.' Tegelijkertijd is deze onzekerheid volgens hem ook geen reden voor de starter om bij de financiële markten weg te blijven. 'Het is beter in te stappen in een onzekere markt want als niemand risico's ziet, staat de markt waarschijnlijk op een hoogtepunt. Je kunt wachten tot de rust rondom de Chinese yuan terugkeert, maar tegen die tijd staan de koersen ook weer zoveel hoger.'

Vandaar dat Hendriks van

'OBLIGATIES ZIJN THANS RISICOVOLLER DAN MENSEN DENKEN'

BlackRock het van belang acht dat particuliere beleggers minder directionaliteit, oftewel marktgevoeligheid, en meer flexibiliteit in de portefeuille aanbrengen. Dat kun je volgens hem bijvoorbeeld doen met voor particulieren toegankelijk gemaakte hedgefondsen of bijvoorbeeld met zeer flexibele obligatiefondsen die minder gevoelig zijn voor een rentestijging, zoals zogenoemde 'unconstrained bond funds'. 'Die kunnen snel op een rentebeweging inspelen en ook in een stijgende rentemarkt rendement maken. Hetzelfde geldt voor absolute return-strategieën.'

Klaas Smits van Robeco is beheerder van dergelijke absolute return-producten. Met kwantitatief beheerde multi-asset strategieën proberen hij en zijn team door middel van tactische keuzes op een termijn van twee à drie maanden andere bronnen van rendement aan te boren. 'Wij streven naar een positief resultaat, meer dan meebewegen met de markt, waardoor portefeuilles stabiel worden en proberen ook bij een neergaande markt actief te zijn.' De afgelopen vijf jaar was het met een pure aandelenbelegging mogelijk een heel mooi rendement te behalen. Dat is een stuk lastiger tijdens periodes van marktvolatiliteit.

'Onze producten kunnen ook bijdragen in neergaande markten. Als mensen de komende vijf jaar hetzelfde gedrag vertonen als blijkt uit onze modellen, dan zullen we de belangrijke karakteristieken van ons product echt gaan zien.'

Voorzichtig beginnen

Liquiditeit en transparantie zijn absolute voorwaarden voor Smits. 'Ik vind het vervelend als de klant

Verwachtingen Schroders voor de periode 2015-2022

	Nominaal rendement	Inflatie	Reëel rendement
Staatsobligaties			
Amerika	2,9%	2,0%	0,9%
Europa	-1,1%	1,4%	-2,5%
Aandelen			
Amerika	3,0%	2,0%	1,0%
Europa, ex VK	5,2%	1,4%	3,8%
Japan	3,0%	1,2%	1,8%
Azië Pacific, ex Japan	13,9%	3,4%	10,2%
Opkomende markten	13,5%	5,1%	8,1%
MSCI World	4,2%	1,9%	2,3%
Bedrijfsobligaties			
Amerikaanse high yields	4,9%	2,0%	2,8%
Amerikaanse investment grade	4,4%	2,0%	2,3%
Europese investment grade	-0,1%	1,4%	-1,4%
Alternatieven			
Emerging market debt	6,5%	2,0%	4,4%
Grondstoffen	3,3%	2,0%	1,3%
Private equity	9,2%	2,0%	7,1%
Hedgfondsen	4,2%	2,0%	2,2%

Bron: Schroders

GRAFIEK: KIM RAAD

niet het rendement krijgt waarop hij heeft gehoopt. Maar helemaal als hij niet begrijpt waardoor dat komt.'

Een beginnende belegger zou hij echter niet adviseren hier vol in te stappen, maar het eerst met een kleine inleg te proberen. 'Toen ik net mijn motorrijbewijs had gehaald begon ik met een motor van 50cc en pas veel later ruilde ik hem in voor een 1000cc. Met die laatste hadden ze me ook niet mee moeten laten beginnen want dan was ik volledig de bocht uitgevlogen.'

Voor de beginnende belegger zijn absolute return-strategieën of hedgfondsen inderdaad minder geschikt, vindt ook Hendriks. Voor deze groep denkt hij eerder

aan mixfondsen die niet vastzitten aan een statische asset allocatie. 'Daarnaast kunnen aan de aandelenkant de juiste hoogdividendfondsen een lagere marktgevoeligheid in de portefeuille brengen.'

Hij ziet een spanningsveld tussen veranderde marktrisico's en de

**'PIJLERS VOOR
SUCCES ZIJN
SPREIDING,
KOSTEN EN
GEDULD'**

trend naar simpel, transparant en tegen lage kosten beleggen. 'Het verminderen van het marktrisico en het verhogen van de flexibiliteit kan nu eenmaal gepaard gaan met hogere kosten en complexere producten. En dan is de vraag: welke uitkomst is belangrijker?'

Peter Siks is beleggerstrainer bij BinckBank en betrokken bij workshops voor beginnende beleggers. Hij is duidelijk wel een voorstander van eenvoud en kostenefficiëntie. 'De drie pijlers van succes zijn spreiding, kosten en geduld', somt hij op.

Bij spreiding doelt Siks vooral: spreiden in de tijd. 'Maandelijks beleggen is een uitstekend middel om het gevaar van een verkeerde timing te omzeilen. Ook mensen die nu met een ton aankomen zou ik adviseren om dat gefaseerd over een langere periode in te leggen.'

Indexproducten

En hij kiest ook heel bewust voor indexproducten als basis voor de portefeuille. Siks: 'Een belegger die zijn vermogen in exchange-traded funds (etf's) stopt volgens een van de drie profielen (defensief, neutraal, offensief) van de BinckFundCoach komt qua kosten uit op 0,2% voor de trackers plus 0,15% over het belegd vermogen.'

Stel dat de koerswinst volledig uitblijft de komende jaren, vervolgt de beleggerstrainer, 'dan is het dividendrendement van 2% voor Amerikaanse aandelen en 3 tot 3,5% voor Europese aandelen al voldoende om op deze eenvoudige manier enkele procenten rendement te behalen.'

MIRANDA SCHOUTSEN IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.

Duurzaam beleggen Niet voor het rendement

AUKE PLANTINGA: OM PERSOONLIJKE REDENEN DUURZAAM BELEGGEN, IS LEGITIEM

Er is een interessante discussie gaande over het thema duurzaam beleggen. Duurzaam beleggen in Europa is populair, deels door de belangstelling van pensioenfondsen maar met name omdat particulieren er zelf voor kiezen. Kennelijk willen veel mensen dat er in het beleggingsbeleid ook rekening gehouden wordt met maatschappelijke doelen, zoals het milieu.

De vraag is of dit ten koste gaat van het financiële rendement. Over de afgelopen vijf jaar realiseerde de MSCI World Index een rendement van 14,5% per jaar terwijl de MSCI world SRI 13,4% behaalde. Je zou kunnen concluderen dat duurzaam beleggen gemiddeld 1,1% per jaar kost.

Dit onderwerp is in de academische literatuur uitgebreid bestudeerd, en de resultaten komen er kort gezegd op neer dat een deel van de studies beweert dat duurzaam beleggen geen negatief effect heeft op het rendement, terwijl anderen beweren van wel. Bovendien zijn er ook nog onderzoekers die juist vinden dat het een positief effect heeft. Mijn conclusie is dat er kennelijk niet zoveel verband is tussen duurzaam beleggen en rendement en dat de keuze vooral een persoonlijke afweging is.

Het is interessant om te zien hoe de beheerders van fondsen aankijken tegen het fenomeen duurzaam beleggen. Samen met mijn collega's Emiel van Duuren en Bert Scholtens heb ik dit onderzocht op basis van een enquête onder 126 beheerders die deel uitmaken van een selectie van fondsmanagers die door TKP Investments (de sponsor van de studie) wordt gevolgd. Wat blijkt is dat een groot deel van de beheerders duurzaam beleggen ziet als een manier om de markt te verslaan. Veel duurzame



AANDEELHOUDERSVERGADERING SHELL FOTO: HH

managers denken dus dat ze ook betere financiële rendementen kunnen bieden. Ze zien duurzaam beleggen als een alternatieve manier om fundamentele analyse te doen.

Een andere opvallende conclusie van ons onderzoek was dat het optimisme van beheerders over de rendementen van duurzaam beleggen sterk verschilt tussen Europa en de Verenigde Staten. De Europese beheerders zijn zonder meer optimistisch, terwijl de Amerikaanse beheerders veel negatiever zijn over de financiële rendementen. Amerikaanse beheerders zijn doorgaans van mening dat goede doelen los moeten worden gezien van financiële doelen. Eerst veel geld verdienen

om dat vervolgens dan mogelijk weer aan een goed doel te geven. Wat betreft de verwachtingen van de financiële rendementen, denk ik dat de Amerikaanse beheerders gelijk hebben: letten op duurzaamheid heeft geen substantieel effect op de rendementen. Dat neemt niet weg dat beleggers om persoonlijke redenen een legitieme keuze maken als ze bij de selectie van beleggingen rekening houden met ethische aspecten. Dat is het mooie van het systeem van een vrije markt: het is een aanvulling op de democratie.

Als beleggers er massaal voor kiezen om niet langer te investeren in aandelen van vervuilende industrieën zullen deze steeds meer moeite hebben om te investeren en te overleven. Ook kunnen bijvoorbeeld de klimaatsceptici gewoon blijven investeren op de wijze die bij hen past. ■

AUKE PLANTINGA IS UNIVERSITAIR HOOFDDOCENT AAN DE RIJKSUNIVERSITEIT GRONINGEN.



DIVIDENDFONDSEN STEEDS VRIJER IN HUN KEUZES

TRENDS IN PORTEFEUILLECONSTRUCTIES ZIJN LEIDEND

De aanhoudende vraag naar dividendstrategieën (die onder meer gebruikt worden voor inkomstenportefeuilles, zie pagina 16) heeft geleid tot uiteenlopende ontwikkelingen binnen de sector.

TEKST ANTON REIJINGA

Dividendbeleggen is de laatste jaren geëvolueerd', constateert Morningstar-analist Jeffrey Schumacher, die de sector op de voet volgt. Hij ziet een onderscheid ontstaan tussen fondsen die 'op de traditionele manier dividendbeleggen' en fondsen die zich 'in meer of mindere mate flexibel opstellen ten aanzien van wat onder dividendbeleggen wordt verstaan'.

Kempen Global High Dividend Fund is in zijn ogen een voorbeeld van een fonds met een traditionele aanpak. Het fonds uit de stal van Kempen Capital Management belegt uitsluitend in aandelen die minimaal 3% dividend uitkeren. 'Kapitaaldiscipline, de marge van veiligheid en de houdbaarheid van het dividend zijn cruciaal', stelt Schumacher.

M&G Global Dividend heeft

Top 10 hoogdividendfondsen

Flexibele fondsen doen het beter.

	Standaarddeviatie	Gemiddeld jaarlijks rendement gezien over 5 jaar	Gemiddeld jaarlijks rendement gezien over 3 jaar	Rendement 2015 tot 31 juli
1 Schroder Global Equity Yield Z EUR Acc	9,81	15,66	18,15	11,17
2 M&G Global Dividend EUR C	8,82	14,36	13,37	9,54
3 Threadneedle Global Equity Income ZNI EUR Inc	9,21	14,29	14,32	15,25
4 DWS Top Dividende FD	8,00	14,15	14,82	14,46
5 NN Hoog Dividend Aandelen Fonds P	7,67	13,68	16,21	15,19
6 Schroder Global Dividend Maximiser Z GBP Inc	7,27	13,30	14,06	10,17
7 Kempen Global High Dividend	8,26	12,63	12,03	12,65
8 Julius Bear Global Equity Income-EUR C	8,39	12,05	17,42	14,54
9 db x-trackers Stoxx Global Select Dividend 100 1D	7,55	11,98	12,18	6,92
10 iShares STOXX Global Select Dividend 100 (DE)	7,49	11,85	12,06	6,99

Bron: Morningstar

GRAFIEK: KIM RAAD

daarentegen een veel flexibeler aanpak, zegt hij. Dit fonds van de Britse aanbieder is niet zozeer gericht op de hoogte van het dividendrendement, maar vooral op het groeipotentieel van het dividend. 'Het kan zelfs beleggen in aandelen die nog helemaal geen dividend uitkeren.'

Door het verschil in beleggingsfilosofie zien de portefeuilles van

beide fondsen er ook duidelijk anders uit. De portefeuille van Kempen heeft een dividendrendement van 4,9% en een koerswinstverhouding (K/W) van 14,5, terwijl die van M&G een dividendrendement van 3,9% heeft en een K/W van 18.

Illustratief voor de toenemende flexibiliteit is NN Hoog Dividend Aandelen Fonds, vervolgt Schuma-

cher. NN Investment Partners hanteerde een traditionele strategie, waarbij er een dividendondergrens gold van 2,5% op aandelniveau en op portefeuilleniveau diende er een marge in het dividendrendement te zijn van minimaal 1% ten opzichte van de benchmark.

In 2014 heeft het Haagse fondshuis het beleggingsproces voor de dividendfondsen herzien en kregen de beheerders veel meer vrijheid bij het inrichten van de portefeuille. De absolute dividendondergrens voor aandelen werd losgelaten en het gemiddelde voor de portefeuille hoeft voortaan nog alleen boven dat van de benchmark te liggen.

De voornaamste reden hiervoor was de wens om bij de aandelenselectie een ruime keuze te houden. 'Je voorkomt zo dat je gedwongen wordt uit een bepaalde hoek van het universum te selecteren.' De Morningstar-analist wijst op de gevaren van concentratie in bepaalde sectoren of het selecteren van zwakke bedrijven met een hoog dividend.

Daarnaast kunnen aandelen worden aangeschaft die een te laag of geen dividend betalen, maar waarvan verwacht wordt dat ze binnenkort wel aan de vereisten voldoen. Deze komen in de 'flexibility bucket', weet Schumacher. Voorbeelden zijn financials als Citigroup en RSA Insurance.

Performance

Over vijf jaar gemeten laat het Schroder Global Equity Yieldfonds met een geannualiseerd rendement van 15,66% de andere in Nederland beschikbare hoogdividendfondsen achter zich. 'Dit fonds focust ook niet op de specifieke hoogte van het dividend,

maar meer op waardering en dividendgroei', schetst Schumacher de flexibele inslag. Hij wijst erop dat beheerders Ian Lowry en Jamie Kelly een sterke focus hebben op de verhouding tussen kasstroom van bedrijven en het dividend. Zo zagen ze op tijd dat Europese oliebedrijven moeite zouden krijgen hun dividend te handhaven bij een olieprijs lager dan \$100.

M&G Global Dividend komt met een rendement van 14,36% op de tweede plaats. Dit fonds heeft volgens Schumacher geprofiteerd van zijn sterkere hang naar groei-aandelen. Dit terwijl dividendfondsen over het algemeen meer worden geassocieerd met waarde-aandelen. 'Daarnaast is de overweging ten opzichte van concurrenten van Amerikaanse aandelen een steun in de rug geweest.'

De analist noemt de ranking van Kempen Global High Dividend 'beneden verwachting'. Hij wijst dit aan het strenge selectieproces. 'Door de eis van een minimaal dividendrendement van 3% wordt het dividenduniversum sterk beperkt.' Koersstijgingen maken het steeds moeilijker om geschikte aandelen te vinden. De waarden lagen in de VS hoger dan elders, wat zich vertaalde in een onderweging. Schumacher: 'Dat

'DE EIS VAN EEN MINIMAAL DIVIDEND BEPERKT HET UNIVERSUM'

heeft de laatste jaren zijn weerslag gehad op de resultaten, waar een sterkere dollar dit effect nog eens vergrootte.'

Aandelen die wel aan de criteria voldoen, bevinden zich vooral in de nuts- en vastgoedsector. Dit zijn bij uitstek sectoren die gelden als 'bond proxy', een aantrekkelijke uitwijkmogelijkheid voor obligatiebeleggers. Maar dat maakt ze ook gevoeliger voor rentebewegingen.

Rentestijging

Hier is door meerdere partijen onderzoek naar gedaan. 'De historie laat zien dat er bepaalde sectoren zijn die vaak een groter gedeelte van een dividendportefeuille uitmaken, die sterk reageren op een verandering in de rente', vat de fondsanalist samen.

'Datzelfde zagen we in 2013 toen Bernanke hintte op het afbouwen van QE. Alle bond proxy-sectoren – vastgoed en nutsbedrijven voorop – gingen onderuit. De vraag is wel of je zo gemakkelijk alle bedrijven uit deze sectoren op een hoop kunt gooien, en in hoeverre een aanstaande rentestijging al in de koersen is verwerkt.'

Passieve fondsen maken dit onderscheid in elk geval niet. Morningstars Schumacher kijkt er daarom van op dat private banks dividend-ETFs aan hun klanten adviseren.

'Je ziet dat bijvoorbeeld het Europese product van iShares selecteert op historisch dividend.' Niet alleen leidt dit tot concentraties in de bond proxy-sectoren, met sectoren als telecom en financials liep dit al eens eerder verkeerd af. ■

Fonds Event 360

Inspiratie, trends,
inzicht, visie

Registreer nu!

Maandag 28 september 2015 Spant! Bussum

Prominente sprekers en topbeleggers belichten op Fondsevent 360 de belangrijkste trends en geopolitieke en economische ontwikkelingen die van invloed kunnen zijn op uw beleggingsportefeuilles. Tijdens de masterclasses wordt uitgelegd welke beleggingskansen de trends u als belegger kunnen bieden. Kortom een event dat u als beleggingsprofessional niet mag missen!

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

* Fondsevent 360 is gratis en is bestemd voor beleggingsadviseurs, private bankers en vermogensbeheerders. Asset managers van concurrerende partijen zijn uitgesloten van deelname.

Masterclasses aangeboden door:



'JE VOETBALCARRIÈRE IS OP EEN DAG VOORBIJ'

SPECIALE DESK VOOR TOPSPORTERS

Oud-profvoetballer George Tychon leert bij Forza Asset Management jonge spelers verstandig met geld om te gaan.

TEKST HARM LUTTIKHEDDE

Wanneer ik uit mijn osso kom, ga ik straight money blowen', zei Quincy Promes onlangs in een spraakmakend filmpje op internet. Sinds hij vorig jaar verkaste van FC Twente naar Spartak Moskou en naar verluidt jaarlijks €3 mln incasseert mag iedereen weten dat hij met geld kan smijten. Financieel planner George Tychon van Forza Asset Management uit Maastricht komt dit voorbeeld bekend voor. 'Veel spelers gaan leven naar wat er binnenkomt. Maar op een dag is je voetbalcarrière voorbij, wat dan?'

Als oud-voetballer van Fortuna Sittard en FC Eindhoven kan hij erover meepraten. 'Je bent jong en denkt het allemaal wel te weten. Maar wijsheid komt met de jaren. Zelf denk ik nog weleens: had ik destijds maar vast een deel van mijn hypotheek afbetaald of een effectenportefeuille opgebouwd.'



GEORGE TYCHON

Financiële begeleiding was in zijn tijd echter nog een ondergeschoven kindje, zegt Tychon, aan wiens loopbaan op het veld in 2005 abrupt een einde kwam toen hij voor de tweede keer zwaar geblesseerd raakte aan de voorste kruisbanden van zijn rechterknie. En dat is het eigenlijk nog steeds, ook al is er bij clubs en spelersvakbonden VVCS en Proprof nu iets meer aandacht voor. 'Voor toppers zoals Mark van Bommel of Memphis Depay hebben adviseurs altijd

wel in de rij gestaan. Maar het overgrote deel van de voetballers regelt zijn geldzaken zelf.'

Bewustwording

Daar zag Tychon, inmiddels werkzaam in de financiële wereld, mogelijkheden. In 2011 zette hij een sportdesk op bij vermogensbeheer Forza Asset Management. Vier jaar later begeleidt hij zo'n twintig klanten, hoofdzakelijk (voormalige) voetballers, maar ook enkele coaches.

'Bij jonge spelers speelt vooral een stuk bewustwording een grote rol', zegt Tychon. 'Wat komt er binnen, wat gaat eruit. En hoe houd je iets over voor later, want vaak moet het in een jaar of tien gebeuren.' Later in de carrière van spelers wordt het dan belangrijker hoe het opgebouwde vermogen verder kan worden uitgebouwd. Oud-spelers behoeden voor het 'zwarte gat' kan hij niet, wel dat ze niet snel in financiële nood zullen geraken.

'Stoppen met voetbal is een grote verandering. Alsof je je bedrijf verkoopt, maar dan op jonge leeftijd. Dan is het goed wat geld opzijgelegd te hebben, bijvoorbeeld om je inkomen aan te vullen, want het modaal inkomen is fors lager dan wat een eredivisie-speler gewend is. Ook de overbruggingsuitkering van de KNVB is vaak niet hoog genoeg om het gewenste inkomen te realiseren.'

Tychon: 'Een aantal spelers hoeft dan misschien nooit meer te werken, voor het gros van de voetballers geldt dat ze na hun sportloopbaan nog aan de bak moeten.' ■

HARM LUTTIKHEDDE IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

ZOEKEN NAAR SCHAARSE PARELTJES IN DE PERIFERIE

'ZUID-EUROPESE BANKEN BIEDEN KANSEN'

De inhaalbeweging op de obligatie- en aandelenmarkten in de onderbuik van de eurozone kan doorzetten, zeggen experts. Beleggers profiteren van structurele hervormingen en van het binnenlandse herstel.

TEKST JEROEN BOOGAARD

Nu er een deal is bereikt tussen de eurolanden en Griekenland, is een 'Grexit' voorlopig van de baan. De markt reageerde opgelucht, maar de volgende dreiging dient zich alweer aan. Later dit jaar staan verkiezingen in Spanje en Portugal op de agenda. Als extreemlinkse antibezuinigingspartijen als Podemos in Spanje aan de macht komen, zijn de rapen gaar.

Volgens James McCann, Europees econoom bij Standard Life Investments, zijn de politieke risico's in Spanje en Portugal niet te vergelijken met die in Griekenland. 'In Portugal bestaat geen Syriza-achtige partij en is er meer politieke steun voor de hervormingen. Vanwege de hoge werkloosheid is er in Spanje weliswaar meer weerzin tegen de door Brussel opgelegde bezuinigingen, maar de steun voor

protestpartijen neemt af doordat de economie het fantastisch doet met in de laatste kwartalen een groei van 4% op jaarbasis.'

Ook in de andere perifere landen ziet hij licht aan het einde van de tunnel en is er sprake van een 'sterk cyclisch momentum'. Niettemin zijn er volgens de econoom meer structurele hervormingen nodig om bijvoorbeeld de chronisch hoge werkloosheid in Spanje en de erg lage potentiële groei in Italië aan te pakken. Negatief over Italië is hij niet. 'Hervormingen in de arbeidsmarkt en de financiële sector kunnen de economische

**'ER IS
SPRAKE VAN
EEN STERK
CYCLISCH
MOMENTUM'**

groei gaan aanjagen', zegt McCann. De Italiaanse aandelenmarkt kan hier volgens hem weleens van gaan profiteren, zeker omdat de waardering in zijn ogen aantrekkelijk is. 'Italiaanse aandelen hebben al een mooie rit achter de rug, maar zolang het cyclische herstel in Europa aanhoudt en de hervormingen doorgaan, zien wij nog voldoende opwaarts potentieel.'

Consolidatie onder banken

Omdat exportgeoriënteerde sectoren kampen met een zwakke wereldeconomie, zoekt McCann vooral blootstelling aan de binnenlandse markt in Italië. 'Onze fondsen zitten hoofdzakelijk in middelgrote beursfondsen, waar we onder andere proberen te profiteren van de hervormingen in de bankensector. Die leiden tot een consolidatie van de Italiaanse coöperatieve "popolari" banken', aldus de econoom. Standard Life Investments is sowieso overwogen in Europese banken, inspelende op het economische herstel in de eurozone.

Op de obligatiemarkten ziet McCann de spreads in de perifere landen nog wel wat verder dalen, waarbij de voorkeur van het obligatieteam op de korte termijn uitgaat naar Italiaanse en Portugese staatsleningen. 'We moeten niet vergeten dat een Grexit nog maar kortgeleden onvermijdelijk leek. De markt is zich nog aan het aanpassen aan de nieuwe situatie en kan zich nu meer gaan richten op de maandelijkse obligatieaankopen door de Europese Centrale Bank.'

Ook Jean Médecin, lid van het Investeringscomité van Carmignac Gestion, is positief over de vooruitgang in de periferie. 'De gunstige economische ontwikkelingen in Spanje en Portugal laten zien dat structurele hervormingen werken en bijdragen aan het herstel van de concurrentiekracht'. Om de monetaire unie op de lange termijn goed te laten functioneren, moeten de grote verschillen in concurrentiekracht binnen de eurozone nog wel verder afnemen, zo waarschuwt de strateeg.

Over de licht tegenvallende groei cijfers in de eurozone over het tweede kwartaal maakt Médecin zich geen zorgen. 'We zitten in een gematigd herstel dat met horten en stoten verloopt. Ik verwacht geen nieuwe recessie, maar ook geen aanzienlijke groeiversnelling die voor veel banen zal zorgen.' Kijkend naar de obligatiemarkten rekent ook Médecin op een verdere daling van de risico-opslagen in de periferie. Toch is de Franse vermogensbeheerder positief aan het afbouwen omdat de waardering minder aantrekkelijk is geworden. 'Hoewel de Europese Centrale Bank de markt voorlopig nog zal ondersteunen, vinden wij het een

goed moment om wat winst te nemen', zegt Médecin.

Spaanse aandelen

De sterke underperformance van de Spaanse IBEX index vergeleken met de Italiaanse hoofdgraadmeter tot dusver dit jaar zegt hem niet zoveel. De samenstelling van beide indices is daarvoor te verschillend. Zwakke sectoren als de energie en bouw drukken bijvoorbeeld op de IBEX. Het is volgens Médecin dan ook echt een markt voor stock pickers. 'We spelen daarbij niet zozeer in op het binnenlandse herstel maar zoeken naar ondernemingen met goede winstvooruitzichten ongeacht de economische cyclus. Deze groeiaandelen zijn vooral te vinden in de sectoren gezondheidszorg en technologie en liggen in de periferie niet voor het oprapen.'

Maar wie selectief is kan op de Spaanse aandelenmarkt pareltjes vinden, zegt Médecin. Een voor-

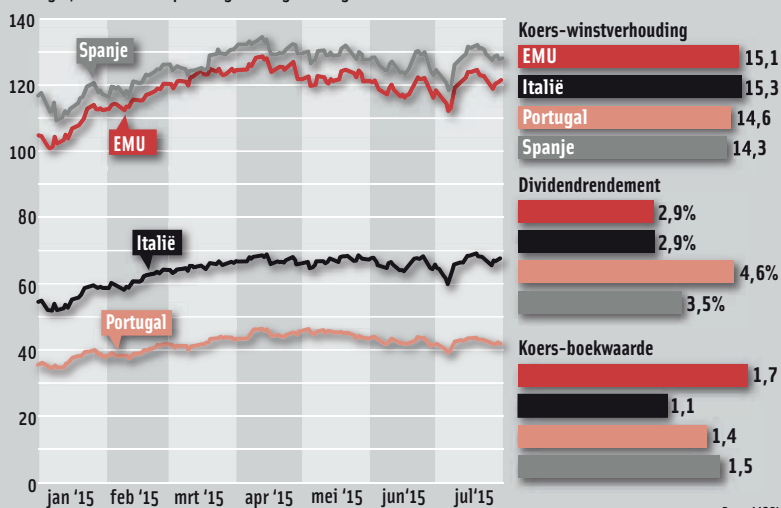
beeld is volgens hem de Spaanse luchthavenexploitant Aena, een van de grootste posities binnen de Europese aandelenportefeuilles van Carmignac Gestion. Een andere favoriet van Médecin is Inditex, het moederconcern van kledingketen Zara.

Over het algemeen ziet de strateeg geen grote waarderingsverschillen tussen de periferie en de kernlanden van de eurozone. Wel wijst hij op de lage winstmarges van bijvoorbeeld de Zuid-Europese banken die dankzij de maatregelen van de ECB kunnen opveren. 'Dit biedt opwaarts koerspotentieel. Aan de andere kant leidt de aanhoudende krimp van de balansen tot lagere groeiverwachtingen voor de langere termijn, zodat we in de financiële sector de voorkeur geven aan bedrijfsobligaties.'

JEROEN BOOGAARD IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.

In perspectief

Het koersverloop en de waarderingen per 31 juli 2015 van de MSCI Italy, MSCI Portugal, en de MSCI Spain afgezet tegen het gemiddelde van de eurolanden.



Bron: MSCI

GRAFIEK: KIM RAAD

3

DEEL

VERVOLGVERHAAL OVER FINANCIAL PLANNING-VRAAGSTUKKEN.

Door zaken handig te regelen, kun je veel geld besparen. Ontmoet in dit feuilleton de familie Pietersen en leer van wat zij tegenkomt. Vorige keer twijfelde Marja of ze geld dat ze binnen een bv belegt niet beter kan onderbrengen in een vrijgestelde beleggingsinstelling. Maar wie belegt in 5%-belangen betaalt geen belasting over dividend én koerswinst.

© ELIANE GERRITS / COMICHOUSE.NL

Deelnemingen

TEKST BARBARA NIEUWENHUIJSEN ILLUSTRATIE ELIANE GERRITS

Emma, kijk uit, paaltje!
Het meisje wijkt net op tijd uit.
Max slaakt een zucht van verlichting. Dat ging net goed. Zo'n huurfiets is toch net weer even anders dan het roze fietsje dat ze thuis heeft.

'Goed voor je blijven kijken hoor', zegt Max, 'en langs de kant blijven fietsen, de paadjes zijn hier smal en er komen ook mensen van de andere kant.'

Max, Lieve en Emma zijn een weekje op Terschelling. Ze hebben een huisje gehuurd met fietsen erbij, in eerste instantie voor een week, maar ze besloten al snel nog een week te blijven.

'Wat is het hier toch heerlijk', zegt Lieve. Haar haren wapperen in de wind. Zouden we hier geen huisje kunnen kopen?'





‘Tja, ik geloof dat dat er nu niet meer in zit, nu mijn moeder haar geld wil onderbrengen in een vrijgestelde beleggingsinstelling’, zegt Max.

‘In een wat?’ vraagt Lieve.

‘Ik ben toch laatst met haar naar de beleggingsadviseur van mijn vader geweest? Ze belegt nu binnen een bv, maar had gehoord dat ze geen vennootschapsbelasting meer hoeft te betalen over het behaalde rendement als ze de boel om zou bouwen tot een vbi. Dat scheelt een hoop geld. Maar er zitten wel wat haken en ogen aan. Eentje is dat een vbi geen leningen en dus geen hypotheek mag verstrekken.’

‘Oh wat jammer!’ zegt Lieve, al een beetje verveeld. ‘Ze had ons toch gezegd dat ze ons geld wilde lenen voor een huisje, tenminste als we er een weten te vinden. Is daar geen mouw meer aan te passen?’

‘Geen idee. We gaan binnenkort naar haar fiscalist. Ik zal het hem dan vragen.’

Strengere voorwaarden aan vbi

‘Goedemiddag, welkom bij Meijers Belastingadvies’, zegt een jonge vrouw in mantelpak. Ze komt vanachter een vaas met bloemen vandaan die op de balie van de receptie staat.

‘De heer Meijers komt eraan. U kunt alvast plaatsnemen in de spreekkamer.’

Marja en Max lopen achter haar aan. Ze worden de achterste kamer binnengeleid. Strakke inrichting: langwerpige zwarte tafel met groene designstoelen. Op de tafel staan thee en koffie klaar in zilverkleurige kannetjes. Citroen en munt in de karaf met water.

‘Goedemiddag!’ zegt Meijers als hij de kamer binnentapt. ‘Alles goed met je?’

Marja legt uit dat ze met haar beleggingsadviseur heeft gesproken over het omzetten van haar bv naar een vrijgestelde beleggingsinstelling. Ze zegt dat haar dit in principe een goed idee leek omdat het haar veel vennootschapsbelasting scheelt, maar dat ze toch wel moeite heeft met de voorwaarden die aan een vbi gesteld worden. Zo moet er een tweede aandeelhouder zijn, die zich ook daadwerkelijk moet inkopen en daarbij komt dat een vbi geen leningen mag verstrekken. ‘Ik kan dan dus geen hypotheek meer verstrekken aan de kinderen. Dat vind ik toch wel heel jammer. De vraag is dus, uche uche uche, zijn er geen manieren om wel binnen de bv te blijven beleggen, maar wel wat te doen aan eh zeg maar: de belastingdruk?’

Meijers: ‘Even kijken, het gaat om een bv met €2 mln

belegd vermogen? Je behaalde vorig jaar een rendement van 10%. Daarover moest je 20% vennootschapsbelasting betalen. In jouw geval dus € 200.000 euro.

Jersey of Guernsey?

Een alternatief is nog altijd om de bv naar een belastingvriendelijk buitenland te verplaatsen en de zeggenschap bij een trustkantoor onder te brengen.'

Marja: 'Nee, absoluut niet. Mijn bv gaat niet naar Jersey of Guernsey. Ik houd het graag wat dichterbij huis.'

'Oké. Een andere optie is gebruik te maken van de deelnemingsvrijstelling. Dan betaal je ook geen vennootschapsbelasting over het rendement.'

'De deelnemingsvrijstelling, wat is dat?' vraagt Marja.

'Ja, wie belegt in minimaal 5% van het nominale aandelenkapitaal van een onderneming komt in aanmerking voor deze vrijstelling. Dat houdt in dat je geen vennootschapsbelasting betaalt over je rendement en ook geen dividendbelasting over uitgekeerde dividenden. Deze regeling is bedoeld om dubbele belastingheffing te voorkomen. Het idee is dat als de winst al een keer bij de dochteronderneming is belast, dit niet nog eens bij de moedermaatschappij hoeft te gebeuren. Je kunt dit bewerkstelligen door direct een 5%-belang in een bv te nemen. Dat kan in een beursgenoteerd bedrijf of gewoon in laten we zeggen de slager op de hoek, er even van uitgaande dat dat een bv is. Een aantal pensioenfondsen en verzekeraars belegt om deze reden in 5%-belangen.'

Max: 'Maar aan wat voor bedrijven moet je hierbij dan denken?'

'Over het algemeen kom je hierbij uit bij mkb-bedrijven. 5% van Shell kopen, zit er niet in', zegt Meijers met een knipoog. 'Maar ook als je in kleinere bedrijven belegt, moet je vrij veel geld meenemen als je op deze manier een redelijk tot goed gespreide portefeuille wil opbouwen. Maar ook daar is iets op bedacht.'

Wie niet genoeg geld heeft om op deze manier zo'n portefeuille op te bouwen kan in plaats van een 5%-belang in een bv een 5%-belang in een speciaal type beleggingsfonds kopen, een open fonds voor gemene rekening, dat een 5%-belang heeft in de onderliggende bv's. Hierdoor kan je met een lager bedrag ook gebruikmaken van de deelnemingsvrijstelling. Boven een aantal van dit soort fondsen zijn kleinere andere fondsen gehangen die een 5%-belang in die fondsen hebben en soms hangen daarboven weer kleinere fondsen waarin je ook een belang kunt nemen. In dat geval heb je een steeds lager bedrag nodig om gebruik te maken van de deel-

DEELNEMINGENBELEGGEN

STAPELAARS

Wie minimaal 5% van het nominale aandelenkapitaal van een onderneming bezit, komt in aanmerking voor de deelnemingsvrijstelling. Je betaalt dan geen vennootschapsbelasting over je rendement. Wie niet genoeg geld heeft om op deze manier een goed gespreide portefeuille op te bouwen, kan in plaats van een 5%-belang in een bv een 5%-belang in een speciaal type beleggingsfonds kopen dat 5%-belangen heeft in bv's. Boven een aantal van dit soort fondsen zijn kleinere andere fondsen gehangen die op hun beurt een 5%-belang in die fondsen hebben. Soms hangen daarboven weer kleinere fondsen waarin je ook een belang kunt nemen. In dat geval heb je een steeds lager bedrag nodig om gebruik te kunnen maken van de deelnemingsvrijstelling.

nemingsvrijstelling. Deze oplossing wordt "stapelaars" genoemd, omdat er fondsen boven elkaar zijn gezet.'

Marja: 'Oké, aan wat voor bedragen moet ik dan denken?'

'Aan bedragen vanaf €500.000.'

'Maar is het wel verstandig om nu alles in kleine tot middelgrote bedrijven te beleggen?'

'Nee, nee, nee, zeker niet. Wat in jouw geval verstandig is, moet je met je beleggingsadviseur bespreken. Maar zeker is inderdaad dat beleggen in kleinere bedrijven over het algemeen riskanter is dan beleggen in grotere bedrijven. Ze gaan over het algemeen harder omhoog als de beurs stijgt, maar ook weer harder naar beneden als de beurs daalt. Daarnaast moet je nadenken over het feit dat je bij het beleggen in stapelaars ook te maken krijgt met het feit dat je de belegging niet op elk gewenst moment kan verkopen. Er kan over het algemeen pas verkocht worden, als er een nieuwe koper is.'

Dit artikel is tot stand gekomen met hulp van Hanneke Kroonenberg, structureerder bij Van Lanschot en Joop Witteveen, fondsbeheerder bij Kempen Capital Management. ■

BARBARA NIEUWENHUIJSEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

MULTI-ASSET BELEGGER, LET OP HET RISICOBUDGET

VOEG JE RISICO TOE, DAN MOET JE ELDERS OOK AFBOWEN

Door te werken met een bepaald risicobudget voor een portefeuille gebaseerd op de volatiliteit van de rendementen van verschillende asset classes, kun je niet alleen bewuster risico nemen, maar ook efficiënter.

TEKST ANTON REIJINGA

Institutionele beleggers als pensioenfondsen en verzekeraars maken al jaren gebruik van risicobudgetten. Ook andere multi-asset beleggers doen er goed aan oog te houden op de risicolimieten – al is het maar omdat de mechanismen erachter als katalysator kunnen werken voor grote koersuitslagen, zoals die zich recent voordeden op de beurzen wereldwijd.

Zoals de naam al zegt, is het risicobudget een limiet aan het risico dat de belegger kan of wil lopen. Voor pensioenfondsen en verzekeraars zijn er wettelijke kaders die bepalen hoeveel risico ze mogen nemen. Hoe meer bezittingen tegenover hun verplichtingen staan, hoe hoger hun dekkingsgraad en hoe meer ruimte ze hebben. Maar ook andere beleggers hebben doelen die ze met een mate van zekerheid willen behalen.

Asset allocatie Robeco

	Portfolio	Benchmark	Actief	Eerder	Tracking error	Risicobudget
Aandelen ontwikkelde markten	25,0%	25,0%	-	2,0%	-	-
Aandelen opkomende markten	5,0%	5,0%	-	-	-	-
Vastgoedaandelen	5,0%	5,0%	-	-	-	-
Grondstoffen	5,0%	5,0%	-	-	-	-
Staatsobligaties 1-10	20,0%	20,0%	-	-	-	-
Staatsobligaties 10+	7,5%	7,5%	-	-	-	-
Investm. grade bedrijfsobligaties	18,0%	20,0%	-2,0%	-2,0%	0,05%	-0,6%
High yield bedrijfsobligaties	7,0%	5,0%	2,0%	2,0%	0,07%	3,3%
Obligaties opkomende landen	5,0%	5,0%	-	-	-	-
Cash	2,5%	2,5%	-	-2,0%	-	-
Euro-dollar	-5,0%	-	-5,0%	-1,0%	0,39%	80,7%
Euro-yen	2,5%	-	2,5%	1,0%	0,26%	16,5%
Euro-Britse pond	-	-	-	-	-	-
Euro cash	2,5%	-	2,5%	-	-	-
Portefeuillerisico	4,56%	4,45%	-	-	-	-

Bron: Robeco

GRAFIEK: KIM RAAD

Een manager waaraan het portefeuillebeheer wordt uitbesteed, kan uit deze wens en de mate van zekerheid die een belegger wil hebben, bepalen welke volatiliteit voor de eindbelegger aanvaardbaar is. Dit is de leidende beperking bij de portefeuilleconstructie. Hij stelt vervolgens een strategische mix van beleggingen samen: de

benchmark. Het budget dat overblijft, kan hij gebruiken voor zijn tactische allocatie: de onder- en overwegingen ten opzichte van die benchmark.

Grote dollaroverweging

Bij de update in juni van de asset allocatie van de Robeco mixfondsen gaf chief investment officer

Lukas Daalder een kijkje in de keuken van het multi-asset team van het Rotterdamse fondshuis. Daaruit kwam naar voren dat naast de gebruikelijke actieve posities ten opzichte van de strategische mix of benchmark – voor het eerst – ook een kolom werd ingeruimd voor risicobudget.

De allocatie van meer dan 80% van dit budget naar de Amerikaanse dollar springt direct in het oog. Bij navraag nuanceert Daalder dit hoge percentage. 'De grote allocatie van het budget naar de dollar geeft vooral aan dat we op dat moment minder actieve posities hadden dan normaal, omdat we geen grote convictie hadden op de voornaamste beleggingscategorieën.'

Daalder had net besloten de overweging naar aandelen waarmee hij het jaar was begonnen af te bouwen naar neutraal. Wat resteerde waren kleinere 'bets' in met name hoog rentende bedrijfsobligaties en valuta. 'Sindsdien hebben we andere posities dan die ten aanzien van de dollar opgebouwd', zegt hij. Verhoudingsgewijs is de allocatie van het risicobudget naar de Amerikaanse munt daarmee weer afgenomen.

Verdeling

De risicobudgetpercentages uit de praktijk van Robeco vertellen vooral hoe het ingezette risicobudget verdeeld is over de actieve posities. Ze zeggen niet dat het volledige budget ook daadwerkelijk is opgebruikt – laat staan bijna volledig wordt ingezet op een daling van de euro ten opzichte van de dollar.

Wat dit totale budget precies is, wordt bepaald door het fondsprofiel. Voor de Robeco mixfondsen

stammen afspraken hierover nog uit de tijd dat het fondshuis onderdeel was van de Rabobank. Deze klanten mochten met een hoge zekerheid niet te maken krijgen 'met meer dan een bepaald maximum verlies'. Ook hieruit kan de maximale volatiliteit en het risicobudget dat de manager ter beschikking heeft, worden teruggerekend.

Wat de optimale mix is, hangt af van rendementsaannames per categorie, de volatiliteit van de rendementen en hun onderlinge samenhang. Daalder: 'Eigenlijk is dat het voornaamste wat je doet met aandelen, want dat is een van de meest beweeglijke categorieën.' Hij voegt eraan toe dat high yield obligaties – waarin hij overwogen is – hier weer sterke correlatie mee vertonen. Als hij de weging in deze categorie ver genoeg opvoert, dwingt het risicobudget hem dus de aandelenweging te verlagen.

Multi-asset fondsmanager Matthias Scheiber van Schroder Investment Management in Londen beheert voornamelijk geld van institutionele partijen als staatsfondsen en pensioenfondsen. Ook hier ligt de nadruk op het behoud van vermogen en stabiliteit van rendementen, wat vertaald kan worden naar risicobudget.

Het team waarvan Scheiber

**'WE SCHALEN
HET ZO DAT
POSITIES NIET
TE DOMINANT
WORDEN'**

deel uitmaakt, stelt vervolgens een portefeuille samen op basis van geïdentificeerde rendementsbronnen. Naast waardering, worden ook momentum en economische cyclus als bronnen onderscheiden. Het uitgangspunt dat de groei in de Verenigde Staten aantrekt, heeft zo implicaties voor de wegingen van en binnen verschillende beleggingsklassen, geeft Scheiber als voorbeeld. 'Daarbij houden we de onderlinge interactie scherp in de gaten. We schalen het zo dat geen enkele positie te dominant wordt.'

Historische data

De aangenomen verbanden zijn vaak gebaseerd op historische data. Critici zien hierin een gevaar. Veranderen historische trends niet als bijvoorbeeld de rente de nul nadert? Scheiber: 'We moeten wel goed bedenken wanneer diversificatie werkt en wanneer niet. In de recente sell-off werkten obligaties in een portefeuille met aandelen nog steeds als diversificatie. Zelfs al is de rente laag, obligaties boden een hedge.'

Ook de volatiliteit van de beleggingscategorieën is niet constant. Zowel voor obligaties als aandelen moesten de aannames de laatste tijd opwaarts worden herzien. Een sell-off kan verder de dekkingsgraad van pensioenfondsen raken, waarop toezichtkaders bepalen dat hun risicobudget moet worden teruggebracht. Managers zitten in beide gevallen sneller aan hun limiet. Gedwongen verkopen werden dan ook genoemd als katalysator bij de recente sell-off in aandelen. Scheiber: 'Ons doel is gedwongen verkopen altijd te voorkomen.' ■

ANTON REIJINGA IS REDACTEUR VAN
FONDSNIEUWS.

DE FONDSNIEUWS-AGENDA

Het najaar staat in het teken van kennis- en netwerkbijeenkomsten, met als hoogtepunt het jaarlijkse Fondsevent op 28 september. Thema: geopolitiek.



17 september:
Materclass EM Debt

28 september:
Fondsevent 360

13 oktober:
Masterclass Stock Picking

12 november:
Masterclass Europese Aandelen



Een groot aantal events, zoals kennis- en educatiebijeenkomsten, heeft Fondsnieuws voor dit najaar op de rol staan. Naast masterclasses die onder meer ingaan op thema's als emerging market debt, stock picking en Europese aandelen, zijn de voorbereidingen in volle gang voor de achtste editie van Fondsevent 360, de grootste bijeenkomst in Nederland voor private bankers, beleggingsadviseurs en vermogensbeheerders. Thema is dit jaar het effect van geopolitieke ontwikkelingen op de portefeuille. Naast een interactieve plenaire sessie vinden 's middags masterclasses met de specialisten van de deelnemende fondshuizen plaats.

Strategy paper

Nieuw zijn dit jaar de zogenoemde 'strategy papers' van Fondsnieuws. Hierbij ligt het accent op beleggingsthema's die samen met twee asset managers en mensen uit de beleggingspraktijk in een rondetafeldiscussie worden uitgediept en bediscussieerd. Het resultaat hiervan wordt neergelegd in een Engelstalige paper. De eerste wordt later deze maand gepubliceerd. ■

MEER INFORMATIE IS TE VINDEN OP:
WWW.FONDSNIEUWS.NL/EVENTS

LESSEN UIT DE PRAKTIJK

DE KRACHT VAN FACTOR BELEGGEN

RABOBANK

'STABIELER RENDEMENT IS HÉT KENMERK VAN FACTORBELEGGEN'

Met factorbeleggen worden aandelen geselecteerd op grond van kenmerken die op lange termijn hebben bewezen de markt te kunnen verslaan. Rabobank gaat deze beleggingsstrategie een prominente plaats geven in zijn aanbod voor de retailmarkt. "We richten ons vooral op de langetermijnbelegger."

Han Dieperink, Chief Investment Officer bij Rabobank Particulieren & Private Banking: "Factorbeleggen is niet nieuw, maar wel vernieuwend. De basis ervan werd gelegd in de jaren zeventig van de vorige eeuw. Toen werd al kwantitatief onderzoek verricht met als uitgangspunt dat het model van de efficiënte markt tekortkomingen heeft."

Het heeft echter lang geduurd voordat factorbeleggen breed werd toegepast. Dieperink: "De financiële crisis gaf daar mede aanleiding toe, die stimuleerde de vraag naar harde bewijzen voor de werking van beleggingsstijlen. Maar ook digitalisering en automatisering spelen een rol. Wat we nu kunnen, was tien jaar geleden niet mogelijk. De exponen-

tiel toegenomen rekenkracht van computers is daar bijvoorbeeld debet aan, en de veel grotere beschikbaarheid van data."

PATRONEN

Factorbeleggers proberen geen rendement te halen uit klassieke criteria zoals de sector waarin een bedrijf actief is of de (geografische) markt. Ze bespelen ook geen ma-

Factorbeleggen is niet nieuw, maar wel vernieuwend



cro-economische thema's zoals de rente. Ze zoeken daarentegen, op grond van gevonden patronen in grote hoeveelheden data, naar andere kenmerken, andere 'factoren'. Een voorbeeld daarvan is lage volatiliteit. Aandelen die zich alleen onderscheiden omdat ze (relatief) minder koersschommelingen doormaken, leveren op de lange duur een hoger rendement, zo blijkt.

Dieperink: "Uiteraard kennen ook deze factoren betere en slechtere tijden, maar combineer ze in een fonds en dan blijken ze op de lange termijn een stabiel rendement op te leveren. Daarom is dit een beleggingskeuze die Rabobank zijn klanten niet wil onthouden. Op termijn denken we dat factorbeleggen eenderde van onze portefeuille zal innemen."

'WIJ ZOCHTEN

Rabobank gaat structureel ruimte geven aan factorbeleggen. Met het oog daarop zijn drie fondsmanagers geselecteerd, Robeco, Allianz Global Investors en iShares. Waarom die drie? "We zochten bovenal ervaring. Een lang track record, een omvangrijk en ervaren beleggingsteam, betrokkenheid bij wetenschappelijk onderzoek, solide modellen, systematiek en discipline in de uitvoering." Rishma Moennasing, Senior Analyst bij Rabobank Particulieren & Private Banking, somt enkele van de belangrijkste criteria op

ROBECO

'DE RESULTATEN LATEN ZIEN DAT FACTORBELEGGEN WERKT'

'Beleggers zijn ook maar mensen. Hun gedrag is niet altijd rationeel, of ze moeten zich houden aan regels die leiden tot inefficiënties. Zo kunnen 'onlogische' patronen ontstaan op de financiële markten. Met factorbeleggen kun je van deze patronen profiteren.'

De belegger als kuddedier. Over het hoe en waarom van die veronderstelling kunnen prachtige sociologische of psychologische verhandelingen worden opgezet, maar nog mooier is het als ze bevestigd kan worden met harde cijfers. Dat kan onder meer met het kwantitatieve onderzoek dat Robeco, zelfstandig en in samenwerking met universiteiten, sinds de jaren negentig verricht." Het is geweldig om met onderzoekers zoals Joop Huij, David Blitz en Pim van Vliet innovatieve strategieën te ontwikkelen. Daarmee is de basis gelegd voor onze huidige multifactorfondsen", zegt Willem Jellema, portfoliomanager van het Quantitative Equities-team bij Robeco. Het vermogen onder beheer van dit team is in 2015 gegroeid naar 25 miljard euro.

Vooraf van de kracht van de factoren waarde, momentum en lage volatiliteit is Robeco diep overtuigd. Jellema: "Om factoren goed te kunnen beoordelen eisen wij enerzijds de statistische gegevens die het patroon laten zien en anderzijds de logische verklaring waarom dat patroon optreedt. Alleen als die beide typen bewijs aanwezig zijn, gaan wij er mee door. En de resultaten laten zien dat deze benadering werkt."

UIT TE LEGGEN

Dat geldt ook voor de selectie van de individuele aandelen die bij het spelen van een bepaalde factor horen, voegt Jellema daaraan toe. "Het moet altijd uit te leggen zijn waarom een bepaald aandeel wordt opgenomen of waarom het wordt verwijderd. Dat laten we niet alleen over aan het model. Wij kijken mee en grijpen in als het nodig is."



WIJ KIJKEN MEE EN GRIJPEN IN ALS HET NODIG IS

DE FACTOR LOW VOLATILITY

Aandelen met een lage volatiliteit behalen hogere rendementen dan je zou verwachten, zegt Willem Jellema. "Het idee dat meer risico zich op termijn uitbetaalt in hoge rendementen blijkt volgens academisch onderzoek niet te kloppen. Verder onderzoek toont aan dat met laag risico-aandelen een rendement valt te behalen dat niet achterblijft bij de markt. Het voordeel van een laagvolatiele strategie is dat de betreffende aandelen in een dalende markt minder verlies lijden. Als de markt eenmaal herstelt, hoeven laagvolatiele aandelen doorgaans minder terrein goed te maken voor een positief rendement."

Robeco combineert op een efficiënte wijze de drie factoren in een multifactorfonds. "Ze vullen elkaar aan en moeten samen een stabiel rendement opleveren", aldus Jellema. Daarbij mogen factoren elkaar niet tegenwerken. "Een aandeel kan geselecteerd worden omdat het bijzonder goed scoort op lage volatiliteit, maar als het dan bijzonder slecht scoort op waarde of op momentum, dan zien we er toch vanaf. We staren ons dan ook niet blind op een enkele factor."

TRANSACTIEKOSTEN

Er is sprake van actief management. "Waarbij we niet overdrijven. We speuren niet voortdurend de markt af naar nieuwe aandelen om in de portefeuille op te nemen. Dat leidt alleen maar tot onnodige transactiekosten. Uiteraard herbalanceren we de portefeuille geregeld, maar de focus ligt dan op het verwijderen van de onaantrekkelijke aandelen. Deze benadering leidt tot een beter rendement, door de lagere kosten."



BOVENAL ERVARING'

bij de selectie van de actieve managers, een proces dat leidde naar Robeco en Allianz Global Investors. "Geen experimenten, geen waagstukken. Proven technology, daar waren we op uit", zegt ze. "In deze markt, gekenmerkt door vele nieuwkomers, was dat geen sinecure." Bijkomende eis was dat de geselecteerde fondsen en strategieën elkaar moesten aanvullen. "Deze twee actieve managers werken met verschillende visies en deels met verschillende factoren. Daarom zijn ze complementair aan elkaar." Een passieve vermogens-

beheerder moest het geheel vervolmaken. Dat werd iShares. Moennasings collega, Senior Analyst Gertjan Dorrepaal: "We hebben een woud aan producten beoordeeld, naar een lange reeks criteria." Uiteraard zijn performance en kosten van het grootste belang. "Maar om verrassingen te voorkomen wil je bovenal het proces begrijpen. Bijvoorbeeld: welke methodologie gebruikt de manager om de gekozen index te repliceren? Daarnaast zijn transparantie en onafhankelijkheid cruciaal. iShares scoorde op al deze punten tezamen het beste."

'FACTORBELEGGEN MET ETF'S BIEDT UITZONDERLIJKE FLEXIBILITEIT'

'Kiezen voor een bepaalde belegging wil nog niet zeggen dat je precies de exposure krijgt die je zoekt. De nieuwe generatie instrumenten voor factorbeleggen geeft daar wél de mogelijkheden toe. Tot op de komma nauwkeurig kunnen we de risico's vormgeven die de belegger wil aangaan.'

Een methodologie die doet wat je moet doen." Zo eenvoudig kan een product zijn, zegt David Gibbon, Head of EMEA Factor Based Strategies bij BlackRock. 's Werelds grootste vermogensbeheerder kan in factorbeleggen geen track record van decennia overleggen, maar maakte met de vijf iShares Factor ETF's - Exchange Traded Funds - toch een vliegende start. "We hebben kunnen bouwen op onze kennis en ervaring van en met systematisch beleggen", legt Gibbon uit. "Daar doen we al tientallen jaren onderzoek naar en dat onderzoek verschilt niet veel van het type research dat aan factorbeleggen ten grondslag ligt. De methodologie die daaruit voortkomt, is uitgebalanceerd, transparant en uitermate effectief."

De iShares ETF's die zijn geselecteerd door de Rabobank volgen zogeheten single-factorindices. Doel is niet het leveren van een stabiel rendement door meerdere factoren met elkaar te combineren, maar het nauwkeurig volgen van een geselecteerde single-factorindex. De huidige vijf factoren waar iShares ETF's omheen heeft gebouwd zijn waarde, momentum, minimale volatiliteit, kwaliteit en omvang.

CORRIGEREN

"Single-factor ETF's hebben het grote voordeel dat ze beleggers kunnen bedienen die sterk overtuigd zijn van de kracht van een individuele factor", aldus Gibbon. "Bovendien zien we dat ze in portefeuilles ingepast worden om ongewenste afwijkingen in het risicoprofiel van die portefeuille te corrigeren. Dat is mogelijk door de uitzonderlijke flexibiliteit die deze fondsen bieden."

Het passieve karakter van deze fondsen (ETFs) maakt ze daarnaast geschikt om diversificatie aan te brengen in een actieve portefeuille. Gibbon: "Met lage kosten en een hoge mate van transparantie kunnen ze een mooie aanvulling zijn op actieve fondsen."

VANGEN

De kosten zijn onder meer laag omdat weinig research nodig is om te bepalen welke aandelen het beste een bepaalde factor 'vangen'. Die aandelen zijn immers door MSCI geanalyseerd en in de index opgenomen. Het onderzoek van iShares is gericht op de vraag via welke methode die index zo goed mogelijk na te bootsen is. En dat is juist de tak van sport waaraan het fondsenhuis zijn naam en faam te danken heeft.

DE FACTOR MOMENTUM

"De markt blijkt inefficiënt te reageren op nieuws", zegt David Gibbon. Bovendien worden vooroordelen opgebouwd.

Gibbon: "Een aantal studies wijst erop dat beleggers ingehouden kunnen reageren op nieuwe fundamentele informatie over bedrijven. Die informatie wordt dan pas na verloop van tijd verwerkt in de koersen. Anderzijds kunnen ze overdreven reageren op koersbewegingen; beleggers neigen ernaar kuddegedrag te vertonen en jagen zo de koersen van sterk presterende bedrijven op." Het resultaat is over- en onderwaardering. "Een factorbelegger kan profiteren van dit, door onderzoek bewezen mechanisme."



“**DE MARKT REAGEERT INEFFICIËNT OP HET NIEUWS**”



ALLIANZ GLOBAL INVESTORS

'TIJDENS DE CRISIS BLEEF ONS TRACK RECORD OVEREIND'

'De financiële crisis verpulverde het track record van een groot aantal beleggingsfondsen. Het onze bleef overeind en dat heeft de aandacht getrokken van beleggers. Ze willen weten hoe de prestaties van factorbeleggen verklaard kunnen worden. Ze zoeken - geheel terecht - het verhaal achter de rendementscijfers.'

Benedikt Henne, Chief Investment Officer Systematic Equity bij Allianz Global Investors, beheert met een team van twaalf portefeuillemanagers 30 miljard euro in multi-factor aandelenstrategieën. Deze zogenaamde Best Styles-strategieën zijn gebaseerd op diepgaand kwantitatief onderzoek en actieve aandelenselectie. De teamleden hebben deels een achtergrond in de wis- en natuurkunde en deels in de economische wetenschap. Henne is gepromoveerd wiskundige. Allianz Global Investors is een van de weinige partijen die beschikt over een lang track record in factorbeleggen. Henne en zijn team begonnen met de strategie in 1999 en zijn nu dus bezig aan hun zeventiende jaar. "In veertien van de afgelopen zestien kalenderjaren heeft Best Styles de benchmark verslagen", zegt hij.

SPREIDING

Deze stabiele outperformance is onder meer te danken aan de spreiding over factoren. Die wordt bewust zo vormgegeven dat de strategie onafhankelijk is

van de economische fase waarin markten zich bevinden. De allocatie naar factoren wordt bepaald door data van de afgelopen twee economische cycli te analyseren waarbij correlaties tussen factoren een belangrijke rol spelen. Er zijn aandelen die op grond van meerdere factoren geselecteerd zouden kunnen worden. "Beleggingen in zogenaamde 'superstocks' worden gelimiteerd. Zij bieden geen echte diversificatie en kunnen 'crowded trades' zijn. Dit laatste kan funest zijn als beleggers zo'n aandeel van de hand gaan doen", aldus Henne. "Dit is precies de reden waarom ons track record zo goed heeft standgehouden tijdens de quant meltdown in 2007."

NEUTRALITEIT

Daarnaast onderscheiden de Best Styles-strategieën zich door hun - zo mogelijk absolute - neutraliteit ten opzichte van economische thema's. "Binnen elk van de factoren wordt diversiteit nagestreefd over tal van economische thema's, zoals rente, kredietkwaliteit en conjunctuurgevoeligheid. Daarnaast zijn de portefeuilles

BELEGGINGEN IN ZOGENAAMDE SUPERSTOCKS WORDEN GELIMITEERD

neutraal ten opzichte van de benchmark met betrekking tot sectoren, landen en regio's."

Zo blijven alleen de echte risicofactoren over. Best Styles hanteert er vijf: waarde, momentum, groei, kwaliteit en tot slot herziening van winstprognoses door analisten. "Vervolgens komt het neer op discipline en systematiek in de uitvoering", aldus Henne. "Het resultaat is een stabiele outperformance voor de beleggers in onze strategieën."

DE FACTOR WAARDE

De waardefactor ('value') speelt in op het positieve verband tussen aandelen die laag geprijsd zijn ten opzichte van hun fundamentele waarde (de boekwaarde) en hun bovengemiddelde rendement.

"Dat verband is in academische literatuur al tientallen jaren geleden aangetoond, maar het onderzoek ernaar wordt onverminderd voortgezet", zegt Benedikt Henne (Allianz

Global Investors). Dit verband wordt verklaard door het feit dat waarde aandelen door hun fragiele business model en volatiele cashflows voor analisten relatief moeilijk te waarderen zijn. Deze onvoorspelbaarheid leidt ertoe dat een veiligheidsmarge wordt gehanteerd in de vaststelling van het koersdoel. Henne: "Het is precies die veiligheidsmarge die de waardefactor verklaart."

BELANGRIJKE INFORMATIE

Deze publicatie is bedoeld voor professionele beleggers. Beleggen is een risico. De waarde van een belegging en de opbrengsten ervan kunnen zowel stijgen als dalen, en geheel of gedeeltelijk verloren gaan. In het verleden behaalde resultaten zijn geen betrouwbare indicator voor toekomstige prestaties. Dit is een marketingbericht uitgegeven door Robeco Institutional Asset Management B.V., Allianz Global Investors GmbH en BlackRock Advisors (UK) Limited. Robeco Institutional Asset Management B.V., heeft een vergunning als beheerder van ICBE's en ABI's van de Autoriteit Financiële Markten te Amsterdam ('AFM'). Allianz Global Investors GmbH heeft een vestiging in Nederland, Allianz Global Investors GmbH-Netherlands Branch, die onderworpen is aan beperkt toezicht door de Autoriteit Financiële Markten (www.afm.nl). BlackRock Advisors (UK) Limited is geautoriseerd en gereguleerd door de Financial Conduct Authority ('FCA') in het Verenigd Koninkrijk. iShares® en BlackRock® zijn geregistreerde handelsmerken van BlackRock Inc. of haar dochterondernemingen in de Verenigde Staten en elders. iShares fondsen zijn veelal geautoriseerd voor aanbidding in Nederland en als zodanig ook geregistreerd bij de AFM.

THEMA: CHINA



FOCUS OP DE VS

China wil weer 'het Rijk van het midden' zijn. Dat maakt rivaliteit met VS onvermijdelijk.

PAGINA 39-41



DIRECT OF NIET?

Om van de groei in China te profiteren, beleg je direct of indirect. Een dilemma.

PAGINA 43-44

EN VERDER

SNEL EN SLIM

Bettine Vriesekoop: Hoe denkt de Chinees?

PAGINA 46-47

MASTERPLAN = BLACK BOX

TEKST CEES VAN LOTRINGEN

Plots is het Chinese probleem een wereldprobleem. De correctie op de Chinese aandelenmarkten sloeg op maandag 24 augustus hekgolven van paniek en angst over de beurzen van Londen, New York en Tokio.

De belangrijkste oorzaak van deze koersbevingen is niet zozeer zorg om de Chinese groei – want die is al ingeprijsd – maar hangt vooral samen met de gebrekkige communicatie. De huidige Chinese machthebbers zeggen niet wat zij doen en doen niet wat zij zeggen. In november 2013 werd een 'road-

map' gepresenteerd, waarin 'de markten een beslissende rol' zouden hebben bij de allocatie van bronnen en middelen, maar werd tegelijkertijd de 'dominante rol' van de staat herbevestigd. Maar er bestaat onder professionele beleggers in de wereld twijfel over of die roadmap nog wel opportuun is. Men denkt dat voor de huidige Chinese top niet de economie, maar de (geo)politieke ambities prioriteit hebben – de leiding wil dat het land binnen afzienbare tijd het centrum van de wereld wordt, dat het ooit was.

De vertwijfeling daarover blijkt uit de recente devaluatie van de renminbi. Deze kwam volledig onverwacht. Al even onduidelijk was het steunbeleid dat men aan

de fragiele Chinese aandelenmarkt gaf. Maar liefst \$200 mrd werd ingezet om de koersen te ondersteunen. Vlak voor die bewuste 'zwarte maandag' hield men daarmee plots op, waardoor de Shanghai Composite meer dan 9% terugviel.

Deze halfhartige besluiten in combinatie met de zwakke communicatie maakt dat de grote beleggers nu twifelen of de Chinese machthebbers wel een goed doortimmerd plan hebben voor de ontwikkeling van het politieke en economische stelsel. Als het er wel is, dan is het een black box voor de markten – en dat maakt nieuwe beurscrises onafwendbaar. ■

CEES VAN LOTRINGEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

TERUG NAAR 'HET RIJK VAN HET MIDDEN'

CHINESE AMBITIES HEBBEN GEVOLGEN VOOR HELE WERELD

In 2049 willen de machthebbers van China weer het machtigste land van de wereld hebben gemaakt. Centrum van de wereldeconomie en kloppend hart van de financiële markten zijn de pijlers van het ambitieuze plan.

TEKST CEES VAN LOTRINGEN

Een imperium, dat het 'hele menselijke ras in zijn financiële systeem gevangen houdt'. Zo stelt de Chinese generaal Qiao Liang de naoorlogse rol van de Verenigde Staten in de wereld voor. Tijdens een toespraak voor de universiteit van defensie – de eliteschool van het Chinese leger – gaf Liang recentelijk de strategische visie van zijn land op de Verenigde Staten en de ambities van China zelf weer.

Kort gezegd komt het erop neer dat de VS sinds 1945 gericht zijn op het handhaven van hun hegemonie in de wereld – een hegemonie die een militaire, een technologische en vooral ook een financieel-monetaire pijler heeft. Tot 1971 was dat door de dollar te koppelen aan goud. Daarna behield men de macht door olieproducerende landen te dwingen olie in dollars af te

rekenen, waardoor de 'greenback' de munt van de wereld is gebleven. 'Want mensen kunnen wel een hekel hebben aan de dollar, ze kunnen echter niet zonder olie', stelde de generaal.

Volgens Liang, die in 1999 internationaal furore maakte als co-auteur van het boek *Unrestricted Wars*, is daar in de jaren negentig een nieuw middel bij gekomen: de VS lokken regionale oorlogen uit om in het kader van een dollarcyclus een (kapitaal)vlucht in de dollar te veroorzaken. Voor die boude bewering verwijst hij naar de

**'CHINA
WEERSTAAT
PROVOCATIES
VS DOOR MEE
TE BEWEGEN'**

Kosovo-crisis van 1999, waardoor beleggers uit de euro in de dollar vluchtten. Het is ook het achterliggende doel van de oorlogen in Irak en Afghanistan geweest. Het jongste voorbeeld van de Amerikaanse 'dirty war' is het sociale protest Occupy Central in Hongkong van 2014, waar Liang een poging in ziet om sociale en politieke onrust in China zelf te veroorzaken. Doel: China te destabiliseren en zijn opmars in de wereld te frustreren.

Boksen

China weerstaat dergelijke provocaties omdat het 'taiji' beheerst, een hogere vorm van het (in de VS geliefde) boksen, zegt Liang. 'Wij voeren een hedgestrategie tegen de naar het (Verre, red.) Oosten gerichte beleid van de VS. Zij drukken in één richting en wij gaan mee – naar het Westen. Niet om de VS uit de weg te gaan of omdat we bang zijn, maar om de druk te verkruiden die zij in het oosten op ons zetten', aldus de generaal. Deze in

2013 door president Xi Jinping geformuleerde strategie van 'one belt, one road' richt zich op de ontwikkeling van de aloude zijderoute – over land en over zee.

Volgens het gerenommeerde onderzoeksbureau Dragonomics heeft Xi Jinping met deze strategie de droom van China geformuleerd. Van pakweg 221 voor Christus tot 1842 was China het 'Rijk in het midden'. Deze 2000-jarige macht ging verloren met de nederlaag in de zogenoemde opiumoorlog in 1842, die een 'eeuw van vernedering' inzette en duurde tot de zege van de communisten op de nationalististen in 1949. In 2049 – bij het honderdjarige bestaan van de Volksrepubliek – willen de huidige machthebbers China hebben teruggebracht naar zijn natuurlijke positie, die van het machtigste land in de wereld.

Financieel powerhouse

Deze ambitie heeft consequenties die in de hele wereld voelbaar zullen zijn. China bouwt een nieuwe zijderoute, die zijn economie zal verbinden met Centraal- en Zuidoost-Azië en zelfs met Europa. Gigantisch veel kapitaal wordt beschikbaar gesteld om havens, spoorlijnen en wegen te bouwen in de buurlanden, zodat de welvaart hier verbonden zal zijn met die in China zelf. Doel, stelt Dragonomics, is om de basis te leggen voor het economische powerhouse dat China in de wereld wil zijn – zoals het land dat ook was vóór 1842.

De financiering van dit netwerk van auto-, spoor-, en waterwegen komt van door China gecontroleerde banken en fondsen, zoals de Chinese Ontwikkelingsbank, van de met 57 partnerlanden opgezette



CHINA ALS CENTRUM VAN DE WERELD.

Aziatische Infrastructuur Investeringsbank (AIIB) en het Chinese bedrijfsleven dat in de komende tien jaar meer dan \$1250 mrd aan omzet zal vertegenwoordigen.

Veel westerse beleggers, zegt André Batson van Dragonomics, focussen zich ten onrechte op de afnemende economische groei als bewijs dat China over zijn hoogte-

**'DAT HET LAND
OVER ZIJN
HOOGTEPUNT
HEEN IS,
IS ONZIN'**

punt is. 'Onzin, die mensen kijken in de achteruitkijkspiegel. De Chinese leiding heeft nieuwe doelstellingen en ambities gesteld.'

Naast een internationale economische expansie, waarin het accent ligt op 'samenwerking en connectiviteit', wil China een financiële macht in de wereld worden. Om dit doel te bereiken, dienen drie terreinen te worden ontwikkeld: de nationale munt – renminbi – moet een geaccepteerde internationale valuta worden en vrij verhandelbaar. De eerste stap in die richting is de opname van de munt in het mandje van kernvaluta in de wereld, de zogenoemde Special Drawing Rights van het IMF.

De opname in dit mandje was voor dit najaar al verwacht, maar is nu mogelijk uitgesteld naar 2016.



Dit uitstel ging gepaard met de beëindiging van de zachte koppeling aan de dollar ('peg'). Dit is nodig om de dominantie van de dollar te verminderen — een belang dat China met veel andere landen en regeringen in de wereld deelt. De Chinese centrale bank zegt dat het bij deze ene devaluatie van bijna 2% blijft, maar daarover bestaat wereldwijd twijfel. Aan de andere kant is het niet in het belang van China om mee te gaan in het proces van wereldwijde devaluaties als het een serieus alternatief wil worden voor de dollar.

Betere toegankelijkheid

Naast een stabiele, internationaal verhandelbare en zwevende renminbi moet China de toegankelijkheid van zijn obligatie- en aan-

delenmarkten vergroten om de status van financieel powerhouse in de wereld te bemachtigen. De lancering van de Chinese offshore-obligaties, de Dim Sun Bonds, in 2011 is een eerste, succesvolle stap in deze richting. Daarnaast dienen de aandelenmarkten verder opengesteld te worden, zodat het Chinese bedrijfsleven minder afhankelijk wordt van schuldaccumulatie om zijn groei te financieren. Dragonomics denkt dat deze laatste ontwikkeling gepaard zal gaan met een langdurige Chinese bullmarkt, omdat veel grote fondshuizen hun portefeuilles zullen heralloceren ten gunste van Chinese aandelen. Daarnaast voorziet het onderzoeksbureau dat de renminbi op termijn inderdaad een serieuze reservemunt wordt en dat de vraag naar Chinese aandelen en obligaties zal toenemen, omdat (institutionele) beleggers de asset allocatie zullen verleggen ten gunste van Chinese beleggingen. Hierdoor wordt de Chinese kapitaalmarkt aantrekkelijker, het beslag op overheidsmiddelen minder en zal ook het risico van een vastgoed- en dus van een bankencrisis afnemen.

Dragonomics vindt dat westerse beleggers doorgaans met een te negatief gekleurde bril naar China kijken. Ze focussen zich op

'BELEGGERS BEKIJKEN CHINA MET TE SOMBERE BRIL'

EEN PLAN VAN LANGE ADEM

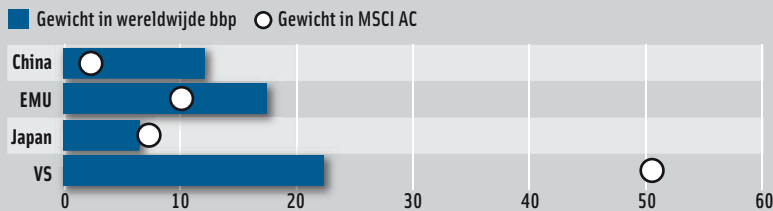
'THINK BIG & THINK LONG'

Het traditionele groeimodel van het exporteren van producten met lage toegevoegde waarde is in China uitgewerkt. De focus ligt nu op stimuleren van de binnenlandse economie en de groei van consumentenbestedingen. Hierbij wordt nadruk gelegd op de kapitaalmarkt. Men wil deze openstellen voor externe beleggers om de schuldquote terug te dringen. Tegelijkertijd worden omvangrijke investeringen gedaan in infrastructuur. Het doel is een nieuwe zijderoute te ontwikkelen. Tot slot moet de renminbi een internationale reservemunt worden en de Chinese markten opener. ■

de tragere economische groei, op de schuldaccumulatie van lokale overheden, op een vastgoedcrisis en dalende winsten. Dragonomics onderschrijft dat, maar stelt er de krachtige positieve signalen tegenover: de centrale bank normaliseert haar beleid, banken rekapitaliseren, consumentenbestedingen nemen toe en financiële en fiscale hervormingen slaan aan. De kwaliteit van de groei verbetert en dat is goed voor aandelen- en obligatiebeleggers. De recente correctie vindt Dragonomics eerder positief dan negatief. Het is een koopmoment en geen aanleiding om angstig te zijn en de markt de rug toe te keren. ■

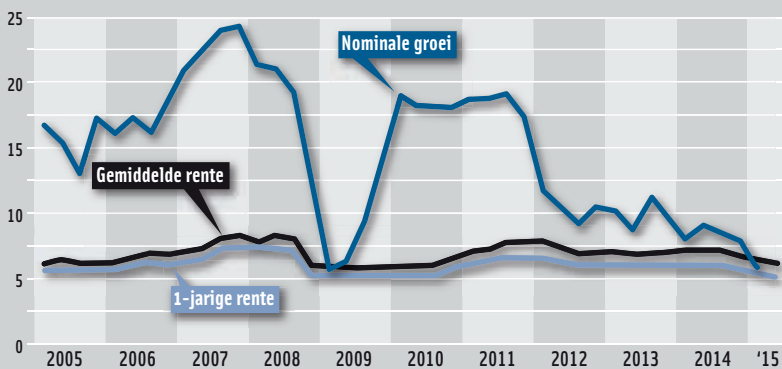
CEES VAN LOTRINGEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

Aandeel in werelddeconomie vs MSCI AC



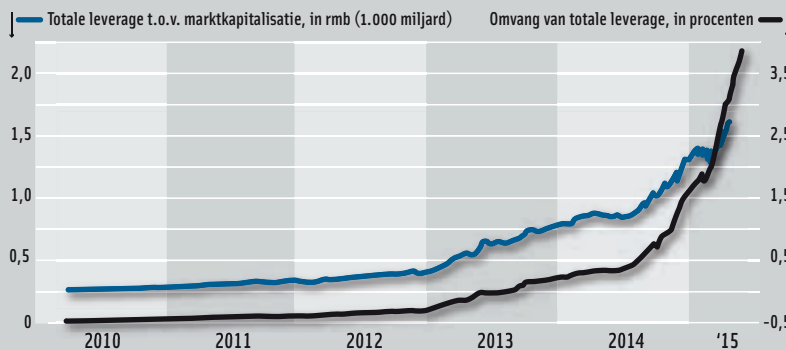
Groei onder renteniveau in China

Nu rente hoger is dan economische groei is rentestap mogelijk.



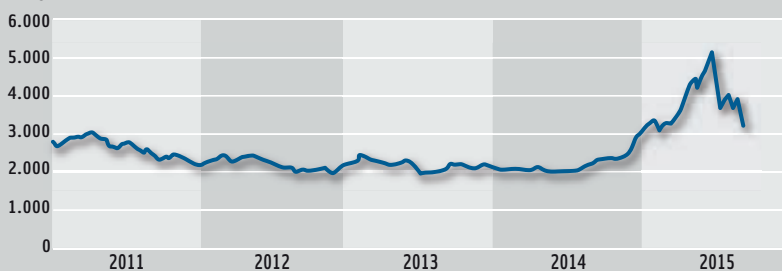
Chinese beurs als casino

Steeds meer particulieren beleggen met geleend geld.



MSCI Shanghai Composite Index

Hoogmoed komt voor de val.



Bron: Bloomberg, GaveKal, Macrobond

CHINESE AANDELEN

MISMATCH BIEDT KANS

Wie de toekomst wil kennen, moet vooral naar China kijken om de huidige mismatch in de wereldwijde krachtsverhoudingen te zien. China is op de VS na de grootste economie ter wereld. Dat geldt ook voor de aandelenmarkt. Maar in de MSCI All Countries Index die — in tegenstelling tot de MSCI World Index — de krachtsverhoudingen op de aandelenmarkten in de wereld écht vertegenwoordigt, weegt China voor slechts 2,72% mee, tegen 50,91% voor de VS. Dat zal sterk veranderen als China zijn markten meer openstelt voor buitenlandse beleggers. Dat zal een langdurige bullmarkt mogelijk maken. Belangrijk is wel om een aantal risico's in het oog te houden. Zo is de economische groei nu lager dan de reële rente, wat aanleiding kan geven tot een verdere renteverlaging — ook omdat de inflatie afneemt. Voor de langere termijn maakt dat Chinese aandelen aantrekkelijk. Een risicofactor om in de gaten te houden is echter wel dat veel particuliere beleggers fors geld hebben geleend om aan de goldrush deel te nemen. Zij hebben het spreekwoordelijke dekse l op de neus gehad met een koersdaling van 40% sinds de piek deze zomer. Professionele beleggers beschouwen deze kastijding van de markten als een instapmoment, waarbij fondsstromen die het sentiment markeren een belangrijkere indicator vormen dan de waarderingen. ■

DIRECT IN DE REGIO BELEGGEN OF INDIRECT

'GENOEG EUROPESE BEDRIJVEN BEHALEN OMZET IN CHINA'

Het is een eeuwig dilemma: beleg je direct in Chinese bedrijven of indirect via Europese bedrijven die een groot deel van de omzet uit China halen?

TEKST HARM LUTTIKHEDDE

J aarlijks worden er bijna 17 miljoen baby's geboren, gaan er 20 miljoen bomen tegen de vlakte om aan de vraag naar 80 miljard eetstokjes te voldoen en worden er meer sokken geproduceerd dan er mensen op de aarde zijn.

Aan indrukwekkende feitjes over China geen gebrek. Datzelfde geldt voor de aandelenbeurzen van het land. Zo steeg de gezamenlijke waarde van aandelen genoteerd in Sjanghai en Shenzhen in de twaalf maanden tot de piek in juni dit jaar met ruim \$6700 mrd. Dat was bijvoorbeeld meer dan de totale marktkapitalisatie van alle Japanse bedrijven op dat moment bij elkaar, zo becijferde Bloomberg.

Ook aan Hongkong ging de hebbzucht van veel binnenlandse beleggers niet geheel voorbij. Jicheng Umbrella Holdings bijvoorbeeld, een ontwerper en producent van nota bene paraplu's, zag de koers

in slechts enkele maanden oplopen met maar liefst 2700%.

Geen wonder dat sommige topmensen van Chinese bedrijven met een notering in New York overwogen 'huiswaarts' te keren, in de waan verkerend dat zij daar de waardering zouden krijgen die hen toekwam.

Nu enkele maanden later een van grootste zeepbellen uit de geschiedenis van de aandelenhandel is gebarsten, staan Chinese beleggers weer met beide benen op de grond. Is dit voor buitenlandse beleggers het moment om exposure naar China op te bouwen?

Niet als het aan Martien van Winden van Hoofbosch ligt. In het

**'IN DEZE
LANDEN LOOP
JE RISICO'S
DIE JE NIET
WIL LOPEN'**

maandbericht van juli benadrukte hij nog maar eens dat zijn beleggingsfonds in geen enkele opkomende markt belegt.

Onverantwoorde risico's

'Een blik op de geschiedenis leert dat je in dit soort landen op termijn onverantwoorde risico's loopt. Zo werden we bijvoorbeeld in de jaren negentig getrakteerd op een Rusland-, Mexico- en Verre Oosten-crisis. Je kan ons inziens veel veiliger in solide multinationals beleggen en zo indirect profiteren van het potentieel van opkomende markten.'

Hoewel Louise Kernohan van het Europese aandelenteam van Aberdeen Asset Management dat veel te ver vindt gaan, spreekt ze niet tegen dat er genoeg Europese bedrijven zijn die sterk profiteren van de grote trends in China, zoals urbanisatie en de opkomende middenklasse. 'Het zijn vaak bekende namen die hoog staan aangeschreven als het gaat om corporate governance en het creëren van aandeelhouderswaarde.'

Een goed voorbeeld is volgens



CHINEZEN HEBBEN DE FRANSE WIJN ONTDEKT. FOTO: CORBIS

haar Unilever, een solide bedrijf dat al meer dan de helft van zijn omzet in opkomende landen behaalt, en profiteert van de vraag naar meer doorontwikkelde producten zoals shower gel in plaats van een gewoon stuk zeep.

Te denken valt ook aan modehuis LVMH (Louis Vuitton Moët Hennessy) dat door zijn ongekennde 'pricing power' eenvoudig de prijzen van zijn producten kan aanpassen. Op die manier is het minder kwetsbaar voor een waardedaling van bijvoorbeeld de yuan, aldus de beleggingsspecialist van het Schotse fondshuis.

In de behaalde rendementen zullen beleggers in Europese aandelen bovendien de bevestiging zien voor hun keuze het niet te ver van huis te zoeken. Die rendementen waren volgens Kernohan de afgelopen jaren hoger dan van aandelen uit de meeste opkomende markten.

En vooruitkijkend lijken Europese aandelen onder een beter gesternte te staan, zegt ze. Neem alleen al de economische groei die in Europa aantrekt, terwijl die in Chi-

na en andere opkomende markten juist afzwakt.

Niet altijd hand in hand

'Economische groei en hogere aandelenbeurzen gaan echter lang niet altijd hand in hand', weet aandelenstrateeg Projit Chatterjee van UBS Global Asset Management. 'Ook is de groei met naar verwachting 6 tot 7% dit jaar nog altijd hoger dan in welke andere grote opkomende markt ook, afgezien van India.'

In zijn ogen voegt directe exposure naar Chinese aandelen dan ook wel degelijk waarde toe. 'Alleen al vanuit het oogpunt van diversificatie. Een meer wereldwijd

'DE KWALITEIT VAN CHINESE BEDRIJVEN ZAL VERDER TOENEMEN'

gespreide portefeuille verlaagt de volatiliteit, omdat economische en aandelencycli niet overal synchroon lopen.'

En ondanks de hoge volatiliteit zijn de waarderingen van aandelen genoteerd in Hongkong, veruit de belangrijkste markt voor buitenlandse beleggers, 'niet duur' met verschillende 'multiples' die onder hun tienjaarsgemiddelde staan. Dit in tegenstelling tot de A-aandelen in Sjanghai en Shenzhen.

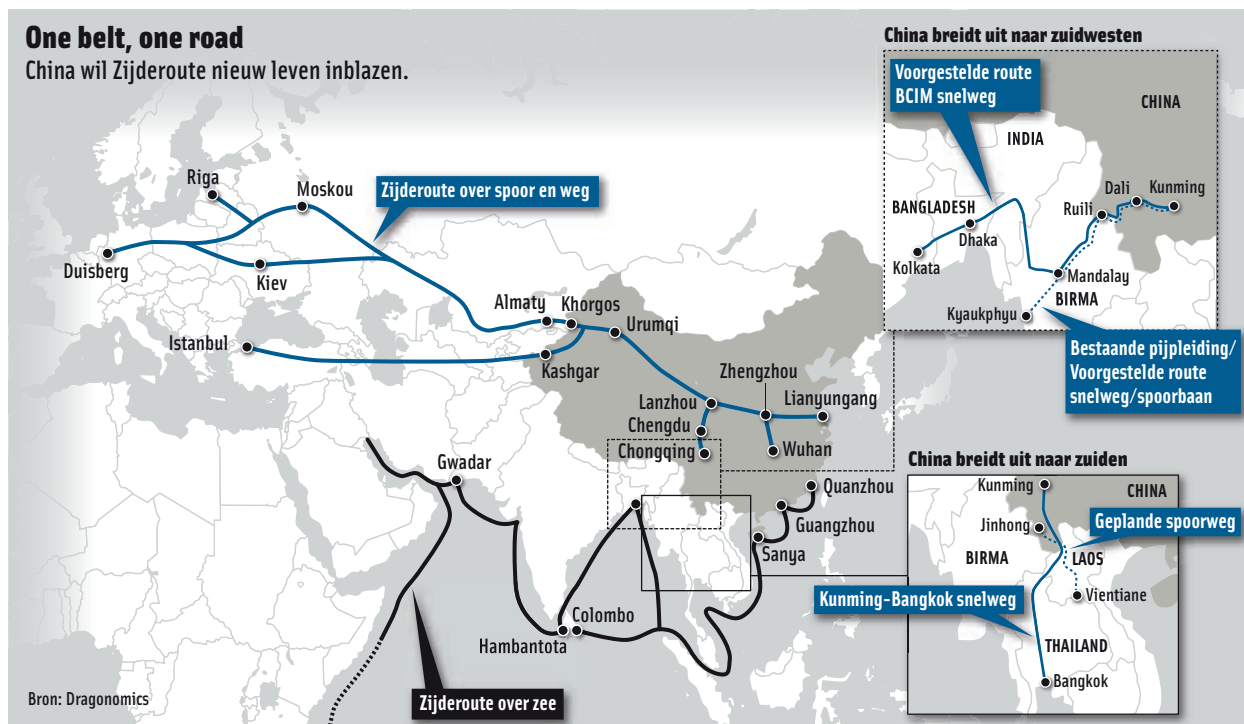
Wel wijst hij nadrukkelijk op een economie van twee snelheden. 'China zit in een transitiefase naar een lagere, maar meer duurzame economische groei die sterker steunt op binnenlandse consumptie en de dienstensector. Die laatste is in omvang overigens al groter dan de productiesector. Dáár moet je nu dus willen zitten.'

Concreet betekent dat Chatterjee een voorkeur heeft voor private bedrijven uit de IT-sector, de consumentensector en de gezondheidszorg. Van de minder innovatieve en efficiënte staatsbedrijven houdt hij zich nog verre. 'Het valt nog te bezien in hoeverre China zijn belofte zal nakomen om zijn greep op staatsbedrijven los te laten. Ik heb nog geen concrete stappen in die richting gezien.'

De hervormingen worden dus niet op alle fronten even snel doorgevoerd, maar uiteindelijk zal de kwaliteit van Chinese bedrijven verder toenemen en daarmee het aandelenrendement, zo beredeneert de fondsmanager.

'Het is dus belangrijk om de wat langere termijn niet uit het oog te verliezen als je in China belegt.' ■

HARM LUTTIKHEDDE IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.



'TOURIST OR TERRORIST?'

TEKST REDACTIE FONDSNIEUWS

Het gevoel terug te zijn gekeerd in de herkenbare wereld van Europa had Bert van Dijk in Iran. Hij en zijn Nederlandse vriendin kregen bij een reguliere controle door een patrouille soldaten de vraag: 'Are you tourists or terrorists?' Van Dijk en de soldaten barstten spontaan in lachen uit.

Dat was soms wel anders in de duizenden kilometers die Van Dijk met zijn Toyota Land Cruiser tot dan toe van zijn stand-

plaats Sjanghai door een spectaculair landschap over eindeloze graslanden, bergpassen en onverharde wegen van Mongolië en Kirgizië had afgelegd. Corruptie, bureaucratie en intimidatie (bij de grensovergang tussen Tajikistan en Oezbekistan) reisden met hem mee over de zijderoute die de Chinezen nieuw leven willen inblazen.

'Maar in Iran waren de mensen zo aardig en gastvrij. Ze spraken perfect Engels en hebben veel humor en zelfspot. Het leek alsof we weer in Europa aankwamen.'

Bert van Dijk, die lange tijd correspondent was voor Het Financi-

eel Dagblad in China, sloot zijn verblijf af met een terugreis van 22.000 kilometer over de route die Marco Polo in de 14de eeuw heeft afgelegd.

Van Dijk zegt dat van de Chinese ambities op deze route nog niet veel te zien is.

'Maar met de visie en de dadendrang van de Chinezen zal dat in enkele decennia anders zijn. Ze beloven infrastructuur en ontwikkeling in ruil voor grondstoffen, zoals het olie en gas van de voormalige Sovjetrepublieken. In die landen is een machtsvacuüm ontstaan. China zal dat beslist proberen op te vullen.'

HET WEZEN VAN DE CHINEES

'ZE ZIJN SLIM EN HEBBEN ALTIJD IETS ACHTER DE HAND'

Het Go-spel is een mooie metafoer van hoe Chinezen te werk gaan in hun binnenlandse en buitenlandse politiek: zeer strategisch, schrijft oud-tafeltennisster en voormalig-China correspondent Bettine Vriesekoop.

TEKST BETTINE VRIESEKOOP

Op 23 juli van dit jaar kwam in Rotterdam de eerste goederentrein uit China aan. De treinverbinding is onderdeel van de 11.000 kilometer lange Yuxinou-spoorlijn voor goederenverkeer.

De Yuxinou-spoorlijn, is nog maar het begin van China's nieuwe ontwikkelingsstrategie voor Eurazië, 'one belt, one road', waarmee een link wordt gelegd met het roemrijke verleden van de zijderoute.

Dat China bouwt aan een nieuwe Zijderoute, over land en zee, blijkt ook uit de investeringen van China in landen als Vietnam, Suriname, India en Kenia.

De afspraken berusten op wederzijds belang. China sponsort de aanleg of vernieuwing van verouderde of afwezige infrastructuur zodat het achterland wordt ontsloten en krijgt grondstoffen in ruil, tot verontwaardiging van milieuorganisaties — die roepen dat China de aarde plundert — en geopolitieke zorgen van regeringen in



GO - 'WEIQI' IN CHINA FOTO: HOLLANDSE HOOGTE

het Westen die denken dat China streeft naar werelddominatie.

Moet het Westen zich zorgen maken? Voor een antwoord op die vraag is het goed om je te realiseren hoe de Chinezen denken. Dat denken is geworteld in en gevormd door 5000 jaar cultuur, beheerst door wijsgeren als Confucius, Laozi en Mencius. En door generaal Sunzi, een tijdgenoot van Confucius, die 500 vóór Christus leefde.

Een strategie voor elke strijd
Sunzi schreef de *Kunst van het oorlogvoeren*. In dat boek beschrijft hij

36 strategieën voor elk type strijd of conflict.

Men zegt wel dat het Chinese denken waterig is, vloeibaar. En inderdaad de geschiedenis leert dat de Chinezen in de diaspora zich altijd wel weten te handhaven in de Chinatowns van de wereldsteden.

Als tafeltennisster heb ik de Chinese manier van denken twintig jaar geobserveerd en geprobeerd te doorgronden. Zo viel me op dat mijn Chinese trainingsmaatjes nooit openlijk de werkwijze van de trainer ter discussie stelden. En wat waren ze behendig! Razendsnel

wisselden ze van strategie, zetten je op het verkeerde been en lieten je werken. Snel en slim, waren ze. Emotie zag ik niet. Ze hadden overzicht en altijd iets achter de hand. Ze konden wachten en me uitputten, terwijl ze zelf hun energie wisten te behouden.

Behalve in het tafeltennis vind je ook in het 4000 jaar oude Go-spel strategisch denken terug dat je typisch Chinees kan noemen. Go – ‘weiqi’ in China – , is in veel Aziatische landen een nationale sport. Op het Go-bord moet je muren bouwen en de kruispunten omsingelen. Als je dat lukt, heb je een territorium en scoor je een punt. De kunst van het spel is de goede balans te vinden tussen aanval, gebiedsuitbreiding en verdediging en de noodzaak om veroverd gebied te beschermen. Op het bord vinden dus meerdere confrontaties tegelijkertijd plaats.

Snel gekrenkte trots

Het Go-spel is een mooie afspiegeling van hoe de Chinezen te werk gaan in de binnenlandse en buitenlandse politiek. Taiwan bijvoorbeeld is een geïsoleerd territorium, want omsingeld door een enorme hoeveelheid vijandige stenen van de Volksrepubliek.

Ook de rol van China in Afrika en Latijns-Amerika, het opkopen van havens, investeren in infrastructuur en het exploiteren van oliepijpleidingen, doet denken aan het Go-spel. Natuurlijk gaat de vergelijking met het Go-spel uiteindelijk mank. Chinezen handelen niet altijd bewust strategisch en met genoeg kennis van zaken. Vaak wagen ze gewoon een gokje. Daar zijn ze gek op.

Eind negentiende eeuw spraken westerse kolonialisten over ‘the

inscrutable’, de ondoorgrondelijke, Chinezen. En ja, hun gereserveerde houding naar de wereld buiten China lijkt een opvallende karaktertrek, geworteld in een snel gekrenkte, trotse aard.

Nu China in twee decennia een turbo-economie heeft weten op te bouwen en de meeste monetaire reserves ter wereld heeft, is het interessant je af te vragen welke strategieën de Chinese regering hanteert om haar macht in de Aziatische regio te handhaven, haar belangen in de wereld te behartigen en tegelijkertijd de rust in eigen land te bewaren. Je zou kunnen zeggen dat president Xi Jinping hier niet schaaft op meerdere bordes, maar een potje Go speelt op een heel groot bord.

Binnenslands zijn er zorgen en is er scepsis. De Chinese economie volgt een dalende lijn. De recente chemieramp in Tianjin en de neergang van de Chinese beurs jaagt het crisisgevoel verder aan.

Maar Xi zou Xi niet zijn als hij geen rekening zou houden met een grote economische crisis. Hij greep in en liet de Chinese centrale bank op grote schaal steunaankopen doen. Zal de volgende maatregel van Xi Jinping de markten in China minder vrijspel op de beurs geven?

Uit de slogan *Op Allesomvattende Wijze* blijkt de langetermijn-

‘CHINA BEREIDT ZICH VOOR OP EEN OORLOG MET AMERIKA’

visie van Xi Jinping: het Chinese volk de oude morele waarden weer bijbrengen, de Partij terugbrengen in het centrum van de macht en een nieuw soort nationalisme laten ontstaan.

De westerse waarden lijken het te verliezen van de nieuwe zijderoutepolitiek van China. In feite verzet alleen Amerika zich nog tegen de ‘vreedzame opkomst’ van China.

‘Thousand changing faces’

De buurlanden ondervinden een vertoon van toegenomen militaire kracht. Mondiaal laat China vooral de macht van het geld zijn werk doen en doet het zaken op basis van ‘renqing’, het confucianistische principe van wederkerigheid.

De Chinezen zien de ‘Aziatische draai’ van de Amerikanen, de gemeenschappelijke militaire oefeningen van Amerika en zijn bondgenoten in Zuidoost-Azië en begrijpen dat ze hierop moeten reageren.

China beseft dat Amerika de machtsstrijd niet kan winnen in de economische competitie en daarom bereidt het land zich voor op oorlog met Amerika en zijn bondgenoten, Japan voorop.

De Chinese opera is beroemd om zijn ‘thousand changing faces’, een razendsnelle voor het blote oog niet te ontwaren verwisseling van maskers. Nog zo’n passende metafoor voor het grote paradoxale China, het machtige, trotse land van het midden. ■

BETTINE VRIESEKOOPIJ
CHINA-DESKUNDIGE.



OP 28 SEPTEMBER IS ZIJ EEN VAN DE SPREKERS
OP HET FONDSEVENT OVER GEOPOLITIEK. ZIE
VOOR MEER INFORMATIE WWW.FONDSEVENT.NL

'MARKTEN KOMEN SCHOKSGEWIJS VOORUIT'

VAN AGTMAEL: 80% KANS OP CRASH IN CHINA VÓÓR 2025

Vrijwel elk land in de wereld is door een financiële crisis gegaan, behalve China. Dat gaat dus nog gebeuren, zegt expert opkomende markten Antoine van Agtmael. Toch ziet hij veel potentie in de regio.

TEKST GERBEN VAN DER MAREL

Antoine van Agtmael (70) heeft meer dan 35 jaar belegd in opkomende markten. Hij heeft zelfs de term 'emerging markets' begin jaren tachtig bedacht. Met zijn firma Emerging Markets Management had Van Agtmael op het hoogtepunt kort voor crisis van 2008 meer dan \$20 mrd onder beheer. Gevraagd naar zijn successen zegt Van Agtmael al vroeg bijvoorbeeld de potentie ingezien te hebben van het Koreaanse electronicabedrijf Samsung.

De recente onrust op de financiële markten over China brengt hem niet van zijn geloof in de potentie van de regio. 'De correctie is een teken van volwassenheid', zegt hij tijdens een interview in New York. 'Investerders profiteren daarvan op de lange termijn. Je hebt een crisis nodig om een nieuwe sprong te maken in het leerproces. Dat is in



ANTOINE VAN AGTMAEL

'DE CORRECTIE IS EEN TEKEN DAT HET LAND VOLWASSEN WORDT'

het Westen niet anders. Ook daar komen markten zoals die voor high-techbedrijven vaak op een ruwe, schoksgewijze manier vooruit.'

Van Agtmael is Nederlander maar woont sinds 1968 in het buitenland, voornamelijk in de Verenigde Staten. In de week van de beurscrash van 1987 begon hij met een handvol collega's zijn beleggingsfirma. 'Dat werd de eerst paar maanden na de crash niets. Alle toezeggingen werden ingetrokken. Ik had daarvoor een keurige baan bij de Wereldbank. Hoe kon ik dit uitleggen aan mijn vrouw en twee kinderen?'

'Het is géén markteconomie'

Maar in april 1988 kon hij toch van start met \$25 mln van de Verenigde Naties, General Electric en Grantham, Mayo & Van Otterloo (GMO). Het beheerd vermogen is in vijftien jaar tijd bijna verduizendvoudigd. 'Natuurlijk hebben we pieken en dalen gehad en verkeerde inschattingen gemaakt. We hebben in de crises van 1997 en

2007 klappen gehad en we kregen te maken met een uitstroom van beleggers. Maar op het hoogtepunt hadden we meer dan \$20 mrd onder beheer.' In 2011 is het merendeel van het bedrijf verkocht aan de Britse Ashmore Group voor ongeveer \$120 mln. Later is de rest van de hand gedaan.

Van Agtmael zegt dat hij als privébelegger bijna een vijfde van zijn aandelen in opkomende markten heeft belegd. De onrust op de beurzen in die landen heeft hem geraakt. 'Zo af en toe verlies je als belegger een sloot geld. Maar je moet altijd geduldig blijven. In paniek raken is heel onverstandig. Ik houd me aan de zelfopgelegde regel om niet meer dan vijf transacties per jaar te doen. Hoe meer je je als belegger laat meesleuren door marktsentiment hoe meer stomme fouten je maakt.'

'Ik denk dat beleggers nog altijd te weinig investeren in opkomende markten. Het perspectief is nog te vaak gericht op de korte termijn. Ze kijken te veel naar de dagkoersen op de aandelenmarkt en de valutamarkt. Het verhaal van China als opkomende economie is natuurlijk niet voorbij. Dat geldt ook voor de andere opkomende landen. Zelfs over een terugval in het groeitempo heb ik niet te veel zorgen. In tegenwoordig, het is voor het milieu en de wereldeconomie alleen maar gezond dat China niet 12% groeit maar 6 of 7%.'

Waar Van Agtmael weleens wakker van zegt te liggen, is dat er een crisis boven de markt hangt. 'Vrijwel elk land in de wereld is door een financiële crisis gegaan, behalve China. Dat gaat dus nog gebeuren maar ik denk niet snel.'

Dit jaar? 'Een minieme kans.' Binnen vijf jaar? 'Die kans is ruwweg 30%.' Over tien jaar: 'Die kans is 80%.'

Van Agtmael bedacht in 1981 de term *emerging markets*: opkomende markten, als alternatief voor het kleinerende 'derdewereldlanden'. De Financial Times schreef laatst dat de term zijn beste tijd heeft gehad. 'Hij is aan erosie onderhevig. Maar hij kan nog gerust een jaar of tien, twintig mee. De problemen van dit jaar laten zien dat het nog steeds een juiste uitdrukking is. In de jaren tachtig waren er geen markten in landen als China en Rusland. India produceerde voor de binnenlandse markt en Brazilië kon je nauwelijks in als buitenlander. Die landen zijn een steeds belangrijkere rol gaan spelen in de wereldeconomie. Maar ze zijn er nog niet. Ze kampen met typische problemen van markten die er nog niet zijn. Wat opkomende landen vaak nog onderschatten is het belang voor investeerders van een vertrouwenwekkend rechtssysteem en klassieke macro-economische instrumenten in plaats van de dirigerende hand. China doet alsof het een echte markteconomie is. Dat is niet helemaal zo. Het is wel een goed teken dat de Chinese au-

'BELEGGERS INVESTEREN TE WEINIG IN OPKOMENDE MARKTEN'

toriteiten hebben besloten om de markt niet direct te ondersteunen maar het klassieke rentewapen in te zetten.'

Positiever over het Westen

Van Agtmael schreef in 2007 het boek *De nieuwe multinationals* met als ondertitel: *Hoe bedrijven uit Brazilië, China, India, Korea en Mexico de westerse markten overnemen*. Hij zegt zijn mening de laatste jaren bijgesteld te hebben. Hij is positiever geworden over het Westen. 'Ik geloof nog steeds dat het centrum van de economische macht verschuift. Amerika zal terrein verliezen. Ik geloof ook dat de opmars van de consument in opkomende landen een factor van betekenis wordt. Maar dat Amerika en Europa het zullen afleggen met hun concurrentiekracht geloof ik niet meer. Mijn omslagpunt kwam een paar jaar terug toen ik tijdens een reis naar Azië hoorde dat ze daar bang waren voor Amerikaanse concurrenten omdat ze hun innovatie niet konden bijhouden. Dat had ik in dertig jaar niet gehoord!'

In dat kader publiceert hij in maart 2016 samen met Fred Baker, oud-hoofdredacteur van het FD, het boek: *The Smartest Places on Earth*. Het wordt een lofzang op een aantal oude industriële gebieden die zichzelf hebben heruitgevonden. 'Goedkope arbeid is niet meer waar het om draait voor het succes van bedrijven', zegt Van Agtmael. 'Alles zal draaien om slimme oplossingen. Daar zijn we in het Westen vooralsnog het beste in.' ■

GERBEN VAN DER MAREL IS CORRESPONDENT IN NEW YORK EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.

Meer dan een vertraging Kredietcrisis is een reëel risico

MAARTEN-JAN BAKKUM: AUTORITEITEN IN CHINA LOPEN ACHTER DE FEITEN AAN

Al vijf jaar duurt de Chinese groeivertraging. Na de verregaande stimuleringsmaatregelen die China op de rails hielden tijdens de Amerikaanse kredietcrisis van 2008 (en waar de hele wereld van meeprofitteerde), was een groeidaling onvermijdelijk geworden. Beleidsmakers en economen waren het erover eens dat China zijn economie meer in evenwicht moest brengen, met een mindere afhankelijkheid van investerings- en exportgroei en met een groter belang voor consumentenbestedingen. In dit proces zou de totale groei wat minder zijn, maar als dat zou betekenen dat de groei evenwichtiger en duurzamer zou zijn, prima natuurlijk.

Al snel bleek echter dat de Chinese beleidsmakers slechts mondjesmaat geïnteresseerd waren om op de korte termijn meer evenwicht in de economie te brengen. Het kredietgedreven investeringsmodel waarbij het primaat van de belangrijkste economische beslissingen bij de overheid ligt, bleef intact. De sectoren met de grootste overcapaciteit werden nauwelijks aangepakt omdat de lokale overheden daar grote economische belangen hadden. Sterker nog, de overcapaciteit in bijvoorbeeld de staal- en aluminiumindustrie, maar ook in delen van de huizenmarkt, werd alleen maar groter. Tevens werd het geleidelijk aan duidelijk dat de economie alleen maar meer afhankelijk aan het worden was van krediet. Er kwam dus niets terecht van wat het meest urgent was: het terugbrengen van de schuldquote in de economie. Sinds het gigantische stimuleringspakket van 2008 is die inmiddels opgelopen met 85 procentpunten, wat nooit eerder vertoond is, waar ook ter wereld, en wat het risico op een kredietcrisis significant maakt.



Sinds de recente correctie op de beurs van Sjanghai en de mini-devaluatie van de renminbi is het vertrouwen in de Chinese overheid flink aan het dalen, wat tot een scherpere kapitaaluitstroom leidt en de economische problemen verder vergroot. Voor het eerst in decennia begint het besef wortel te schieten dat de regering in Peking niet langer de volledige controle over de economie heeft. De kapitaalvlucht is heel moeilijk te stoppen. In de afgelopen zestien maanden is er zo'n € 700 mrd China uitgegaan. De autoriteiten lopen achter de feiten aan. Hun monetaire stimulering is niet genoeg geweest om de uitstroom van kapitaal te compenseren.

Dit maakt het economisch herstel steeds onwaarschijnlijker, wat weer tot meer kapitaalvlucht leidt en nieuwe renteverlagingen nodig maakt. In dit proces moet de renminbi verder depreciëren, maar dit is ongewenst voor het financiële systeem, waar bedrijven in de jaren van renminbi-appreciatie zo'n \$ 3000 mrd aan buitenlandse schuld hebben opgebouwd.

Lange tijd zagen beleggers een forse groeivertraging als het grootste risico in China. In de laatste maanden zien we langzaam de focus verschuiven in de richting van een systeemcrisis. Dit zorgt voor grote onzekerheid op de financiële markten. Niet alleen opkomende markten worden geraakt. Eindelijk begint het besef te ontstaan dat een Chinese kredietcrisis een reëel risico is. ■

MAARTEN-JAN BAKKUM IS BELEGGINGSSTRATEEG
OPKOMENDE MARKTEN BIJ NN INVESTMENT PARTNERS.



ZEVEN VAN DE TIEN BELEGGERS WILLEN NIEUWE STRATEGIEËN OM HUN PORTEFEUILLES BETER TE DIVERSIFIËREN.*

WIJ KUNNEN DAARVOOR ZORGEN.

	 ²		PRIVATE EQUITY DIVISION ⁴
	 ³		 ⁵ investing beyond beta
		 ²	
	 ²		
 ¹	HARRIS ASSOCIATES		

► Ontdek wat wij met onze vele partners kunnen betekenen voor u.
Bezoek onze website ngam.natixis.com.

1 Een merk van DNCA Finance.

2 Een dochteronderneming van Natixis Asset Management.

3 Een merk van Natixis Asset Management en Natixis Asset Management Asia Limited, gevestigd in Singapore en Parijs.

4 Bestaande uit zes aparte participatiemaatschappijen. Het dienstenaanbod is niet volledig in alle rechtsgebieden beschikbaar.

5 Een merk van Natixis Asset Management.

Natixis Global Asset Management, mondiaal onderzoek naar individuele beleggers, februari 2015. Het onderzoek omvatte ruim 7.000 beleggers in 17 landen.

Natixis Global Asset Management S.A., onderdeel van Natixis S.A., is de houdstermaatschappij van een wereldwijde verzameling van gespecialiseerde investment management en distributie entiteiten. In Nederland: gepubliceerd voor professionele beleggers door NGAM, Nederlands filiaal (registratienummer 50774670), World Trade Center Amsterdam, Strawinskylaan 1259, D-Tower, Floor 12, 1077 XX Amsterdam, een filiaal van NGAMS.A., een Luxemburgse beheermaatschappij gemachtigd en gereguleerd door de CSSF.



Voor het beste resultaat bekijken wij meerdere factoren

Factorbeleggen is populair. Bijna iedereen is er mee bezig. Maar weinig beleggers beschikken over het voordeel van 20 jaar kennis en ervaring in factorstrategieën. Met onze wetenschappelijke analyse combineren we meerdere factoren om de performance voor onze klanten te optimaliseren. Een mooi voorbeeld van ons voortdurende streven naar de beste resultaten.

Vijf dingen die je moet weten over factorbeleggen.
Lees meer op robeco.com/nl

PIONIERS IN FACTORBELEGGEN