



'MONETAIRE HOCUS POCUS UITGEWERKT'

KRITIEK OP ECB-PRESIDENT DRAGHI ZWELT AAN

PAGINA 6-9

**ONDERZOEK: DE RESULTATEN
VAN PLATFORMS OP EEN RIJ**
PAGINA 34-37

**PRIVATE BANKS: AANDELEN
BLIJVEN FAVORIET**
PAGINA 26-27

**HET BELEGGINGSRISICO DAT
DONALD TRUMP HEET**
PAGINA 17-19

Kies bij
volatiliteit
voor
stabiliteit.

Een actief beheerde wereldwijde
strategie die de tand des tijds
succesvol heeft doorstaan.



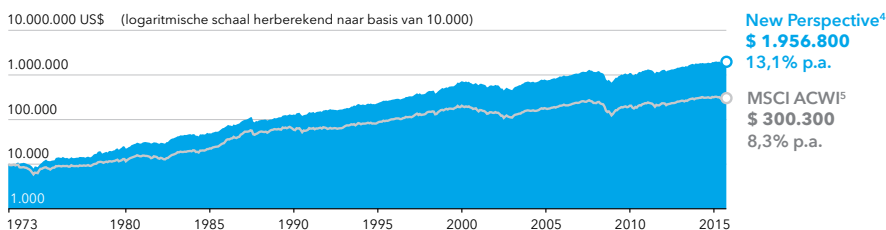
CAPITAL
GROUP®

Capital Group New Perspective-strategie

De New Perspective-strategie heeft over een periode van meer dan 40 jaar een consistent resultaat laten zien, en wordt beheerd door een team met gemiddeld 23 jaar beleggingservaring bij Capital Group¹.

De strategie heeft tijdens alle voortschrijdende neerwaartse marktperioden van drie jaar beter gepresteerd dan de markt² en over periodes van 1, 3, 5 en 10 jaar resultaten gerealiseerd in het bovenste kwartiel³. Het is een flexibele strategie die de portfoliomanagers in staat stelt te zoeken naar groeimogelijkheden, seculiere trends en wereldwijde handelspatronen, ongeacht waar deze zich voordoen.

Capital Group New Perspective Composite | De waardeontwikkeling van US\$ 10.000 dat is geïnvesteerd bij de introductie



Resultaten uit het verleden bieden geen garantie voor de toekomst.

Nu beschikbaar via het Capital Group New Perspective Fund (LUX).

Meer informatie over het nieuwe perspectief op wereldwijd beleggen vindt u op thecapitalgroup.nl/newperspective



Deze rating heeft betrekking op de categorie Z-aandelen van Capital Group New Perspective Fund (LUX) in dollars. Morningstar-categorie: Global Large-Cap Growth Equity. Bron en copyright: Morningstar. Voor meer informatie over de wijze waarop de ratings van Morningstar worden berekend, zie www.morningstar.com. Per 29 februari 2016.

UITSLUITEND VOOR PROFESSIONELE BELEGERS

Aangezien Capital Group New Perspective Fund (LUX) op 30 oktober 2015 is geïntroduceerd, zijn er nog geen historische gegevens beschikbaar en worden hier dus de beleggingsresultaten voor de Capital Group New Perspective Composite getoond (een verzameling losse portfolio's die samen een bepaalde beleggingsstrategie of een beleggingsdoel vertegenwoordigen). Dit is om te laten zien dat we ervaring hebben met en bedreven zijn in het beheer van deze strategie op de lange termijn. Ons Luxemburgs fonds maakt sinds begin november 2015 deel uit van deze composite. Deze informatie is een aanvulling op of een uitbreiding van vereiste of aanbevolen publicatie- en presentatieregels van de GIPS®-standaarden, die op aanvraag beschikbaar zijn. GIPS is een handelsmerk van CFA Institute. ¹ Per 31 december 2015. Bron: Capital Group. ² Relatieve rendementen geometrisch berekend voor de Capital Group New Perspective Composite, in Amerikaanse dollars en vóór aftrek van beheerkosten, vergeleken met de MSCI ACWI (met herbelegging van dividenden) vanaf 30 september 2011; daarvoor MSCI World (met herbelegging van dividenden). Bronnen: Capital Group, MSCI. ³ Beleggingsresultaten (na vergoedingen) in US\$ vergeleken met vergelijkbare Morningstar-groep. Bron: Morningstar. ⁴ Resultaten voor de Capital Group New Perspective Composite, vanaf de introductie op 31 maart 1973, zijn gewogen naar beleggingscategorie, gebaseerd op initiële wegeningen en maandrendementen, en exclusief beheervergoedingen. Bron: Capital Group. ⁵ MSCI ACWI (met herbelegging van dividenden) vanaf 30 september 2011; daarvoor MSCI World (met herbelegging van dividenden). Bron: MSCI.

Alle informatie geldt per 31 december 2015 tenzij anders vermeld. Dit materiaal, dat is uitgegeven door Capital International Management Company Sàrl ("CIMC"), 37A avenue J.F. Kennedy, L-1855 Luxemburg, wordt alleen voor informatiedoeleinden verspreid. CIMC staat onder toezicht van de Commission de Surveillance du Secteur Financier ("CSSF" – financiële toezichthouder van Luxemburg) en beheert een of meer fondsen die subfondsen zijn van Capital International Fund (CIF), dat de structuur heeft van een beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal (SICAV) krachtens de wetten van het Groothertogdom Luxemburg en dat door de CSSF is toegelaten als UCITS. Alle informatie geldt per de aangegeven datum, tenzij anders aangegeven, en is onderhevig aan verandering.

Risicofactoren waarmee u rekening dient te houden voordat u gaat beleggen: de waarde van aandelen en de daaruit voorkomende inkomsten kunnen zowel stijgen als dalen en het is mogelijk dat u uw inleg geheel of gedeeltelijk kwijtraakt. Als de waarde van de valuta waarin u belegt, stijgt ten opzichte van de valuta van de onderliggende belegging van het fonds, daalt de waarde van uw belegging. In het Prospectus en de Essentiële Beleggersinformatie worden de risico's beschreven, waaronder - afhankelijk van het fonds - risico's die gepaard gaan met het beleggen in opkomende markten en/of hoogrentende effecten. Opkomende markten zijn volatiel en kunnen te lijden hebben onder liquiditeitsproblemen.

Andere belangrijke informatie: dit fonds/deze fondsen wordt/worden alleen aangeboden via het Prospectus, samen met, voor zover van toepassing, de Essentiële Beleggersinformatie. Deze documenten, samen met de meest recente jaar- en halfjaarverslagen en alle documenten die relevant kunnen zijn met het oog op de lokale wetgeving, bevatten meer volledige informatie over het fonds/de fondsen, waaronder de van toepassing zijnde risico's, kosten en onkosten. Deze documenten dient u dan ook zorgvuldig te lezen voordat u gaat beleggen. Deze documenten en andere informatie die betrekking heeft op het fonds/de fondsen worden niet verstrekt aan personen in een land waar een dergelijke verstrekking in strijd met de wet of regelgeving zou zijn. De documenten zijn online beschikbaar via www.thecapitalgroup.com/emea, waar ook de meest recente dagkoersen te vinden zijn. De fiscale behandeling hangt af van individuele omstandigheden en kan in de toekomst wijzigen. Beleggers dienen zelf belastingadvies in te winnen. Deze informatie is noch een aanbod noch een uitnodiging tot het kopen of verkopen of om een beleggingsdienst te leveren. © 2016 Capital Group. Alle rechten voorbehouden.

VOORWOORD

De zogenoemde Panama Papers – de gelekte interne informatie van het in Panama gevestigde advocatenkantoor – houdt de gemeederen wereldwijd nu al weer enige tijd bezig. Het gaat om meer dan 11 miljoen documenten van Mossack Fonseca die inzicht geven in de wijze waarop het zijn geprivilegieerde klanten helpt hun rijkdommen en bezittingen 'backstage' te brengen in schimmige bv's op de Kaaimaneilanden en andere belastingparadijzen. Of sprake is van belastingontwijking of van regelrechte belastingontduiking is op basis van wat media erover berichten moeilijk te zeggen. Wel is er in veel van deze gevallen sprake van dubbele standaarden: het gaat om mensen in hoog aanzien, met hoge maatschappelijke en politieke posities, die in de publiciteit of vanuit hun functie een appel doen op de moraliteit of de bijdrage van gewone mensen of die besluiten tot hardvochtige bezuinigingen op bijvoorbeeld zorg en onderwijs. De Panama Papers maken dat de geloofwaardigheid van deze mensen wordt aangetast, dan wel verkrumelt – met alle gevolgen van dien voor het maatschappelijk vertrouwen.

De onthullingen op basis van de Panama Papers doen wederom beseffen hoe actueel de allegorie van de grot van Plato wel niet is. Daarin stelt de Griekse wijsgeer dat de realiteit verdeeld is in twee domeinen. Het ene is de waarneembare wereld van alledag, dat is de wereld van de gewone mensen. Daarnaast is er de abstracte wereld, waar sprake is van perfectie en onveranderlijkheid – dit is de echte wereld, stelt Plato, waar de 'gewone man' amper weet van heeft. Dit is de wereld van de superelite, waar andere regels en normen gelden en voor wie transparantie een vijand is.

Deze abstracte, voor gewone stervelingen amper te doorgronden wereld dijt uit en drukt steeds meer op de waarneembare wereld. Dat geldt bij voorbeeld ook voor het monetaire beleid van centrale banken, die met hun kwantitatieve verruiming en hun extreem lage en zelfs negatieve rentes de regels en de normen, de theorieën en de leerboeken, alsook de belangen van de waarneembare wereld aantasten en zelfs ondermijnen. Het verzet daartegen neemt toe, ook onder economen en beleggingsexperts. Zo verklaart William White, een door The Economist als 'briljant' betitelde econoom, dat 'de hocus pocus van centrale banken als de Europese Centrale Bank is uitgewerkt'. Hij stelt dat de schulden zo hoog zijn opgelopen door de crisis dat er sprake is van een gevaarlijk niveau en 'totale ontsporing dreigt' als er een recessie komt. Toch zijn centrale bankiers niet volledig verantwoordelijk te stellen voor deze excessen. Zij hebben met hun beleid vooral tijd gekocht – tijd die de politiek moet gebruiken voor structurele hervormingen. Ierland laat zien dat dat werkt. Nu de andere landen in de eurozone nog, voordat het point of no return wordt bereikt.

TEKST CEES VAN LOTRINGEN



COLOFON

Hoofdredacteur Fondsnieuws

Cees van Lotringen

Vormgeving

Tineke Hoogenboom

Aan deze editie werkten mee

Frank van Alphen, Patrick Beijersbergen, Cees van Lotringen, Harm Luttikhedde, Gerben van der Marel, Martijn Mom, Barbara Nieuwenhuijsen, Auke Plantinga, Kim Raad, Anton Reijnga, Féri Roseboom, Miranda Schoutsen, Jeroen Wilbrink.

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 15 juni.

INHOUD



KRITIEK OP ECB ZWELT AAN

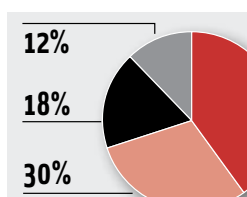
PAGINA 6-9

FOTO: HOLLANDSE HOOGTE

BANK HOUDT VAST AAN ALLOCATIE

Strategen van de grootbanken houden in hun assetallocatie vast aan aandelen en noemen obligaties 'dood hout'. Exposure naar Europa is verlaagd; brexit ziet men als een risico.

PAGINA 26-27



THEMA: BONDS & SEARCH FOR YIELD

Obligatiebeleggers hebben het zwaar nu de risicovrije rente feitelijk niet meer bestaat. Men schuift noodgedwongen op naar meer risicovolle, illiquide categorieën. De AFM maakt zich zorgen.

PAGINA 38-50



EEN WERELD ZONDER CASH

De opmars van digitaal betalen heeft enorme gevolgen voor de economie en voor banken en toeleveranciers - hoe beleggers op deze megatrend kunnen inspelen.

PAGINA 12-13



EN VERDER

ONDERZOEK: RESULTATEN VAN PLATFORMS IN BEELD

Beleggingsmatch en Fondsnieuws onderzochten de kosten en de rendementen van execution only-platforms.

PAGINA 34-37

HET BELEGGINGSRISICO DAT DONALD TRUMP HEET

Beleggers vragen zich bezorgd af wat het betekent als Donald Trump de volgende president van de VS wordt. Een rondgang.

PAGINA 17-19

WINKEL ONDER VUUR, MAAR VASTGOED IS IN

Winkelpanden zijn niet langer favoriete vastgoedbeleggingen, maar vastgoed blijft bron van vermogensbescherming.

PAGINA 32-33, 22-23

INVESTMENT CLOCK: HOE SPEELJE IN OP DE CYCLUS?

Fidelity gebruikt een 'investment clock' om te weten in welke conjunctuurfase we zitten. De klok tikt niet meer als vanouds.

PAGINA 14-15

RUBRIEKEN

FAVORIETE GRAFIEKEN	11
COLUMNS.....	16, 50
ONDERZOEK.....	34-37
VERMOGENSREGIE.....	20-21
THEMA.....	38-50



MINDER BELASTINGEN, MEER INKOMSTEN? FGR FONDSEN VAN NORTHERN TRUST.

Northern Trust presenteert een reeks innovatieve en kostenefficiënte FGR indexfondsen met een fiscaal vriendelijke structuur waarbij beleggers gebruik maken van de voordelen van de Nederlandse belastingverdragen en hierbij optimaal kunnen profiteren van hun dividend tegen lage kosten.

Interesse? Kijk op www.northerntrust.com/fgrfonds voor meer informatie.

ACHIEVE GREATER



**NORTHERN
TRUST**

ASSET MANAGEMENT \ INDEX \ ESG \ FACTOR-BASED \ FUNDAMENTAL \ REAL ESTATE

DIRECTED TO PROFESSIONAL CLIENTS ONLY. NOT INTENDED FOR RETAIL CLIENTS.



'MONETAIRE HOCUS POCUS UITGEWERKT'

TOPECONOOM WILLIAM WHITE HEKELT BELEID VAN ECB

De kritiek op het ruime beleid van centrale bankiers als Mario Draghi zwelt aan. De 'oplossing' voor de crisis wordt steeds meer als 'het probleem' gezien. De bijeffecten worden alsmaar gevaarlijker, waarschuwen de critici.

TEKST GERBEN VAN DER MAREL

Centrale banken veronachtzamen de extreem risicovolle bijwerkingen van hun soepele monetaire beleid. Het financiële systeem is door het goedkope geld en de opgelopen schulden gevaarlijk instabiel, zegt William White, de voormalig hoofdeconoom van de Bank voor Internationale Betalingen (BIB). White schreef voorafgaand aan de kredietcrisis alarmerende rapporten bij de bank der centrale banken, die aan dovemansoren gericht bleken. Tegenwoordig is hij verbonden als adviseur aan de OECD.

'We horen veel over het afbouwen van schulden maar wereldwijd zijn ze alleen maar opgelopen tot een zeer gevaarlijk niveau', zegt White. 'We hebben deze niveaus nog nooit gezien. In de komende recessie zullen veel van deze

schulden nooit worden terugbetaald. Het geld is eigenlijk al weg. Nu resteert alleen de vraag wie het boekverlies gaat nemen.' Op de beurs zullen beleggers een prijs betalen, zegt White in een gesprek met Fondsnieuws. 'Aandelen zijn duidelijk overgewaardeerd en vormen een zwakke schakel.'

Bedrijven en banken hebben in Europa naar schatting €1000 mrd aan problemleningen te saneren. Overheden bulken nog van de schulden. Een rentestijging kan volgens White desastreus uitpakken. Economieën kunnen in een

'ER IS EEN SERIEUS RISICO VAN TOTALE ONTSPORING'

schuldenval ('debt trap') terechtkomen. Veel partijen komen in betalingsproblemen als ze meer rente moeten betalen. De BIB waarschuwt hier al jaren voor.

Lawine van faillissementen

De grote vraag is volgens White of dit probleem ordelijk wordt afgewikkeld of dat het uitloopt op een wereldwijde recessie en een chaos. White waarschuwde eerder dit jaar voor 'een lawine van faillissementen' die de sociale en politieke stabiliteit zullen testen. Het losgezongen karakter van het monetaire geschut boezemt White geen enkel vertrouwen in.

'Centrale bankiers zetten opnieuw heel hoog in', zegt hij over de recente nieuwe impulsen van de ECB. 'Het ultrasoepele monetaire experiment van de centrale banken in de wereld zou kunnen werken. Ik hoop het. Maar ik kijk vooral naar het scenario dat het niet lukt. De belofte dat de vraag gestimuleerd kan worden door

geld beschikbaar te stellen aan individuen en bedrijven is tot nu toe niet ingelost. Ik maak me al tijden grote zorgen over de onbedoelde gevolgen. We begeven ons in onbekende wateren. Er is een risico van een fiasco die serieuze economische ontwrichting met zich mee kan brengen.'

Volgens White doet de extreem lage rente van de laatste jaren meer pijn dan goed. Spaarders, pensioenfondsen en verzekeraars betalen de rekening. Dat terwijl potentiële kredietnemers, waar alle monetaire impulsen voor bedoeld zijn, het tot nu toe laten afweten. 'Centrale bankiers hebben geen idee of hun beleid wel kan werken. Ze lijken te denken dat de economie een machine is die ze kunnen controleren en managen. Ik heb er aantal papers over geschreven. Dat is helaas niet zo.'

White geeft een voorbeeld: de economische prognoses. 'Er wordt al jaren gezegd dat herstel onderweg is. Telkens moet dat worden bijgesteld, nu al zeven jaar achter elkaar. Ik kan alleen maar concluderen dat er is iets goed mis is met het analytische raamwerk van centrale bankiers.'

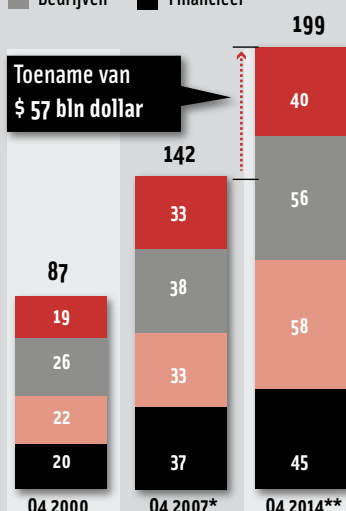
De Canadees publiceerde een aantal leesbare papers die hij presenteerde in Davos en Jackson Hole. The Economist omschreef de monetair expert een aantal jaar geleden als 'briljant'. White was van 1995 tot 2008 hoofdeconoom bij BIB. Samen met collega Claudio Borio waarschuwde hij voor het spel dat centrale bankiers speelden met lage rentes en het opblazen van zeepbellen.

'Centrale bankiers hadden weinig belangstelling voor onze waarschuwingen', zegt White. 'In hun

Schuld explodeert door crisis

In bln dollars

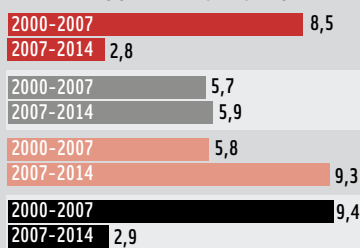
Huishoudens Overheid
Bedrijven Financieel



Totale schuld als percentage van het bbp

Q4 2000	Q4 2007*	Q4 2014**
246%	269%	286%

Samenstelling gemiddelde jaarlijkse groei, in %



* Telt niet op door afronding

** Data van Q2 2014 voor ontwikkelde economieën en China, Q4 2013 andere landen

Bron: BIS, Haver Analytics, IMF Economic Outlook

GRAFIEK: KIM RAAD

modellen zagen ze de crisis helemaal niet aankomen. Ze waren compleet onvoorbereid. Ze hielden liever vast aan hun paradigma. Het is een heel oud psychologisch fenomeen.' White verwijst naar wetenschapsfilosoof Thomas Kuhn die schreef dat nieuwe ideeën zelden worden omarmd door het establishment. In zijn *The Structure of Scientific Revolutions* schreef

Kuhn dat wetenschap niet geleidelijk maar sprongsgewijs verandert door paradigmawisselingen. Zover is het volgens White nog niet. Hij zegt vooral dezelfde reflexen te zien als vóór de kredietcrisis.

Negatieve rentes

White vindt dat centrale bankiers nog altijd oogkleppen op hebben. 'Er is na de crisis niets veranderd.' Het is nog erger: centrale bankiers zijn nog meer overtuigd van hun gelijk. 'Ze durven zelfs dubbel in te zetten. Als ze dat niet doen, geven ze ook toe dat ze er niets van hebben begrepen en er helemaal naast zaten. Dat willen ze niet.' Dat fenomeen is beschreven door Daniel Kahneman, doceert White geduldig. Hij brengt ook de moeilijke acceptatie van Copernicus en Charles Darwin in herinnering.

Toch verschuiven de panelen wel iets. White zegt vanuit de financiële wereld nu soms steun te krijgen voor zijn waarschuwingen. 'Ik zie een verschil in opvattingen sinds de introductie van negatieve rente. Banken zijn bang dat ze hard worden geraakt onderaan de streep. Ze hebben het gevoel dat het ECB-beleid averechts werkt. Veel banken in Europa staan er ook nog altijd beroerd voor. Italiaanse banken zijn een zwakke schakel. Dat komt niet door hun eigen fratsen maar omdat de reële economie er slecht voor staat. Banken weten vaak niet goed of ze nu wel of niet solvabel zijn. Kredietnemers weten dat ook niet.'

Grote en kleine ondernemingen investeren niet omdat de economie te veel onzekerheden bevat. 'We hebben de monetaire experimenten. We zien overal ter wereld overheidsschulden ophopen. Pro-

tectionisme maakt een comeback. Er is veel onduidelijkheid over belastingen en de verkiezingen in de Verenigde Staten helpen ook niet natuurlijk.'

Staatsschuld: 260%

Volgens White is de politiek aanzet, niet centrale bankiers. Hij pleit al jaren voor grootscheepse investeringen in de infrastructuur. Landen die inzetten op het laag houden van de lonen en het verhogen van de export, zoals Nederland, Duitsland en China, zitten volgens White op een verkeerd spoor. 'Veel beter is het de binnenlandse vraag te stimuleren. Ik begrijp niet dat het zo ingewikkeld is om die uitgaven te doen voor infrastructuur op deze extreem lage rente. Je investeert en krijgt er activa voor terug.' White zegt dat niemand de handschoen oppakt omdat de risico's voor een politieke afstraffing van de kiezer te groot wordt geacht.

De economie zegt dat we leven in een uitzonderlijke situatie waarin de macro-economische munitie is uitgeput en de nare bijeffecten overal zichtbaar zijn. 'In elke grote geografische regio zijn er zorgwekkende kwesties die voortvloeien uit het monetaire beleid. Neem Japan met een opgelopen schuld van 250 tot 260% van het bbp. We hebben China met de enorme investeringen in vaste activa, de overcapaciteit en producten die niemand wil kopen. We hebben in de VS de opmars en impact gezien van 'fracking' die er zonder het goedkope geld niet geweest zou zijn. In Europa hebben we de ontwrichtende impact gezien van de overvloed aan leningen aan de periferie, een probleem waar de kredietnemers vaak onterecht de



MARIO DRAGHI FOTO: HOLLANDSE HOOGTE

schuld van krijgen in het noorden van Europa. Opkomende markten zuchten onder de schulden die ze zijn aangegaan in dollars toen die een stuk lager stond.' De tijden van na de crisis dat het Westen zich kon optrekken aan groeiende opkomende economieën zijn voorbij. 'Ze zijn nu deel van het probleem.'

'DE GEWONE MAN GELOOFT STRAKS NIET MEER IN EEN OPLOSSING'

De monetaire hocus pocus verliest volgens White zijn geloofwaardigheid, ook onder gewone burgers en dat kan sociaal-maatschappelijke spanningen opleveren. 'Het is eerder kunst dan wetenschap. De gewone man in de straat zal straks niet meer geloven in een oplossing van monetaire autoriteiten. Wat niet helpt is dat veel banken zelf zonder een krasje uit de crisis zijn gekomen. Ze hebben zoveel dome dingen gedaan maar zijn er vaak goed uitgesprongen. De rekening is niet opgepakt door banken en aandeelhouders. Het is de taxichauffeur die voor de schade opdraait, de gewone belastingbetaler.' ■

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



Eye
on
index
investing
2016

Schrijf nu in
www.eyeonindexinvesting.nl

Drie exclusieve masterclasses over indexbeleggen

Wilt u graag op de hoogte blijven van de laatste ontwikkelingen op het gebied van indexbeleggen?

Bezoek dan één van de drie masterclasses van Eye on index investing, exclusief voor beleggingsprofessionals. U kunt zich hiervoor vanaf nu online inschrijven. De eerste masterclass is al aanstaande **donderdag 19 mei**.

De volgende masterclasses vinden plaats op **8 september** en **10 november**. Het aantal plaatsen voor deze inhoudelijk hoogwaardige masterclass is beperkt, dus meld u snel aan.

Eye on index investing is een doorlopend educatieprogramma, gericht op het vergroten van de kennis omtrent indexbeleggen. De organisatie en redactie wordt verzorgd door Fondsnieuws.

fondsnieuws
een initiatief van de VFI Mediagroep

Amundi
ASSET MANAGEMENT

Deutsche
Asset Management



iShares
by BLACKROCK

STATE STREET
GLOBAL ADVISORS
SPDR

THINKETF'S

Vanguard

SIGNALEN VERSLECHTEREN

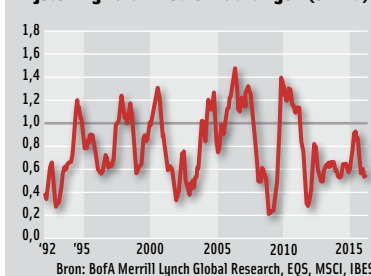
DE FAVORIETE GRAFIEKEN

Sven Bouman, topman van Saemor Capital, focust in de rubriek 'De favoriete grafieken' op winstverwachtingen, de Surprise Index en geldhoeveelheid.

Winstverwachtingen van analisten verslechteren

Aandelen waarvan analisten de winstverwachtingen naar boven bijstellen, presteren in de regel beter dan de markt. De earnings revision ratio (ERR) geeft de aanpassingen in de voorspellingen voor de bedrijfswinsten weer. Bij een waarde van 1 houden analisten elkaar in hun winstschattingen in evenwicht. Gemiddeld is de waarde 0,8, wat aangeeft dat analisten vaak te positief zijn en een neerwaartse bijstelling nodig is. Een ERR die stijgt, gaat vaak samen met sterke markten. De laatste maanden verslechtert de ERR, maar herstel wordt verwacht.

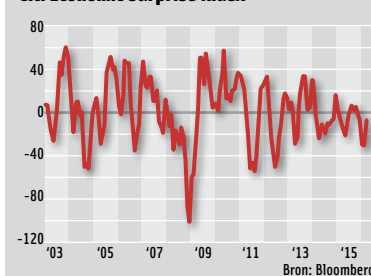
Bijstelling Eur. winstverwachtingen (3 mnd)



Citi Economic Surprise Index verliest hoogte

Macro-economie speelt een belangrijke rol bij de koersvorming. Sinds het uitbreken van de crisis geven beleggers meer gewicht hieraan. De laatste updates van het werkloosheidspercentage en de inkoopmanagersindex (PMI) zijn belangrijk nieuws; verrassingen kunnen een groot effect hebben op de aandelenmarkten. Citigroup brengt deze continue datastroom in kaart met de Citi Economic Surprise Index. Zodra deze een positieve waarde heeft, geeft dit aan dat economische gegevens beter dan verwacht doorkomen. Wereldwijd is de CESI vanaf november vorig jaar verslechterd.

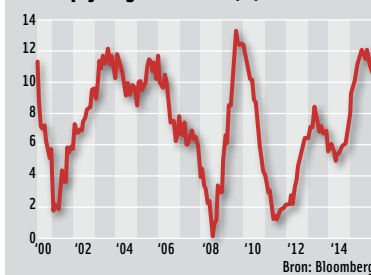
Citi Economic Surprise Index



Het publiek begint weer geld op te potten

Er is een verband tussen geldhoeveelheid en groei. M1 meet al het geld dat door het 'publiek' direct kan worden gebruikt voor bestedingen. Een groeiende liquiditeit duidt erop dat het publiek een herstel verwacht, en alvast meer liquide middelen aanhoudt om deze ook aan te wenden. Bij een dalende M1 wordt er meer opgepot uit vrees voor onzekere tijden. Pakweg een jaar na een omslag in de groei van M1 volgt vaak een keerpunt in de economie. Met het rentebeleid wil men de M1 beïnvloeden, en dus de economie. Tot in Q3 van 2015 groeide de M1 in de eurozone, nu zit de klad erin. ■

Jaar-op-jaar groei van M1 (%)



SVEN BOUMAN IS OPRICHTER EN MEDE-EIGENAAR VAN SAEMOR CAPITAL, DAT HET VEELVULDIG INTERNATIONAAL BEKROONDE SAEMOR EUROPE ALHPA FUND VOERT. DE BOUTIQUE IS IN 2008 MET STEUN VAN AEGON OPGEZET, WAAR BOUMAN EERDER HOOFD AANDELEN WAS.



SAMENLEVING ZONDER CASH IS IN AANTOCHT

DIGITALE REVOLUTIE KENT WINNAARS EN VERLIEZERS

Cash zal niet binnen een paar jaar verdwijnen, maar experts verwachten wel dat de opmars van digitaal betalen enorme gevolgen heeft voor banken en hun toeleveranciers. Beleggers kunnen inspelen op die gevolgen.

TEKST FRANK VAN ALPHEN

De cashloze samenleving vertoont dezelfde trekjes als het paperless office. Beide zijn vaak voorspeld, maar schuiven iedere keer weer verder weg. Beleggers in financiële waarden verwachten niet dat klinkende munten en knisperende biljetten hun langste tijd hebben gehad, maar sorteren wel voor op ingrijpende verschuivingen in het betalingsverkeer.

Cash ligt onder vuur. Munten en biljetten staat te boek als inefficiënte en onveilige betaalmiddelen. Grote coupures worden gezien als boevengeld. Zo gaan er stemmen op biljetten van €500 af te schaffen. En in Scandinavische landen wil de overheid het gebruik van cash terugdringen.

Ook in het dagelijkse leven raakt cash uit de gratie. Een groeiend

aantal winkels en cafés accepteert geen contante betalingen meer. Verder rekenen consumenten steeds meer aankopen digitaal af.

Gevolg is dat het aantal digitale transacties enorm stijgt. 'Het is een stijging van enkele tientallen procenten per jaar. Betalen met een mobieltje stijgt nog sneller', zegt Patrick Lemmens, fondsmanger van het Robeco New World Financials Equities fund. 'Maar dat wil niet zeggen dat er minder cash is op de wereld. De hoeveelheid cash groeit nog steeds met een paar procent per jaar.'

**'DIGITALE
TRANSACTIES
ZIJN
KWETSBAAR
VOOR HACKER'**

Frances Hudson van Standard Life Investments heeft nog een andere bedenking bij de afschaffing van cash. 'Digitaal geld wordt gezien als veiliger, maar digitale transacties zijn kwetsbaar voor hackers. Bij cash raak je hoogstens een vast bedrag kwijt, terwijl iemand die toegang heeft tot je bankrekening al je geld kan opnemen. Verder is er altijd kans op computerstoringen. Dan ben je blij als je nog cash op zak hebt. Ten slotte vinden mensen anonimiteit en privacy soms belangrijker dan het gemak van digitale transacties', aldus Hudson.

Je wordt niet snel een bank

De voorspellers van de ondergang van cash noemen vaak internetgiganten zoals Google, Facebook en Apple als partijen die het betalingsverkeer met gemak kunnen overnemen. Onlangs voorspelden technofans dat mobiele betalingen in 2030 creditcards en cash overbodig hebben gemaakt. Ken-

ners van de financiële sector zijn sceptisch. 'Zodra je de rol van een bank overneemt, kom je terecht in een sterk gereguleerd speelveld', waarschuwt Lemmens. 'Dat leidt tot veel hogere kosten. Het is helemaal de vraag of internetbedrijven dat willen.'

Johan van der Biest, aandelenbelegger bij Candriam, verwacht evenmin dat Google het betalingsverkeer op zich wil nemen. 'Een bedrijf als Google wil dat je zoveel mogelijk surft op internet zodat ze advertenties kunnen plaatsen. Dat is iets anders dan bankfuncties overnemen. Het is tekenend dat een initiatief als Google Wallet geen daverend succes is.'

Blockchain

Desalniettemin maken banken zich wel zorgen over de ingrijpende veranderingen in het betalingsverkeer. 'Banken hebben het meest te verliezen', stelt Van der Biest. 'Van de totale transactiekosten gaat het merendeel naar de banken; zij verdienen 1 tot 1,5% aan transacties, terwijl betalingsnetwerken als Visa en Mastercard slechts een beperkte netwerkheffing inhouden, doorgaans zo'n 15 basispunten. Verdere digitalisering en de komst van peer-to-peer-betalingsystemen kan een negatieve impact hebben op de marges van banken.'

Een ander fenomeen dat in dit kader veel aandacht trekt, is blockchain, een op bitcoin gebaseerde technologie waarbij partijen direct met elkaar kunnen handelen door de uitwisseling van versleutelde informatie over hun transacties. 'Die techniek staat nog in zijn kinderschoenen', zegt Lemmens. 'Die zal zeker grote gevolgen hebben, maar banken zullen hier in eerste

instantie nog niet veel van merken.'

Visa en Mastercard hebben naast de banken al wel een dominante positie verworven op de betaalmarkt. 'Die zijn haast niet te omzeilen. Organisaties die iets willen met betalen, moeten meestal samenwerken met deze bedrijven. Ze hebben de schaal en de systemen om efficiënte transacties uit te voeren. Voor ons is dat reden overwogen te zijn in deze twee bedrijven', aldus Van der Biest. Ook Lemmens heeft deze twee in portefeuille. Hij belegt daarnaast in Vantiv en Paysafe, die beide een belangrijke rol spelen bij digitaal betalen.

Het is nog niet duidelijk welke banken garen spinnen bij de digitale trend en welke juist klappen moeten incasseren. 'Banken staan voor de keuze of ze de infrastructuur voor betalingsverkeer willen aanbieden of juist inzetten op contact met de klant. Aanbieders van infrastructuur zijn minder risicovol en zullen genoeg moeten nemen met lagere marges', aldus de Robeco-belegger. 'Het is zaak banken te selecteren die een voortrek-

kersrol spelen. Sommige banken investeren zelf in fintech-start-ups. Barclays en BBVA zijn daar voorbeelden van.'

Strijd nog niet gestreden

Van der Biest stelt dat het lastig is de winnaars van morgen aan te wijzen. 'De betaalmarkt is complex omdat er veel partijen bij betrokken zijn. Het is nog te vroeg om te zeggen welke technologieën op doorbreken staan.'

Volgens Lemmens moet de belegger die wil meeliften op de digitale trend verder kijken dan de bekende spelers is de financiële sector. 'We letten op de toeleveranciers van banken. Fintech-bedrijven die innovatieve systemen hebben voor banken, gaan een goede toekomst tegemoet. Een voorbeeld is het Zwitserse Temenos. Veel andere bedrijven hebben nog geen notering. Denk aan ondernemingen die betalingsverkeer kunnen beveiligen.'

FRANK VAN ALPHEN IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.



ZWART GELD ZET AAN TOT DIGITALE GLAZEN WERELD. FOTO: CORBIS

HOE EEN BELEGGER ZICH OP VOLGENDE FASE VOORBEREIDT

DE 'INVESTMENT CLOCK' TIKT NIET MEER ALS VANOUDS

Ondanks het herstel op de aandelenbeurzen heerst er enige vrees voor een recessie in de VS. Is die angst terecht of wordt deze zorg overschaduwd door de stimuleringsmaatregelen van de centrale banken?

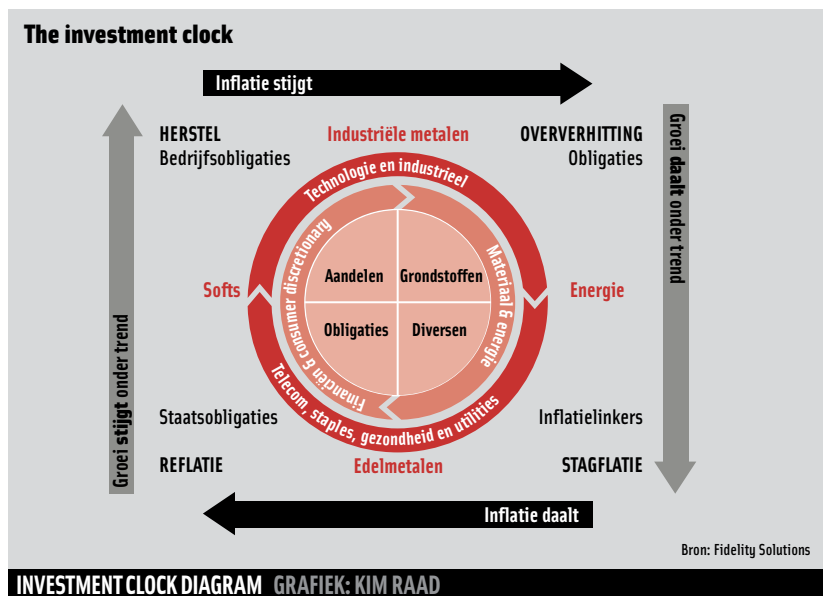
TEKST MARTIJN MOM

Of er nu wel of geen recessie komt, een belegger krijgt hoe dan ook een aantal keren in zijn leven te maken met dit fenomeen. Een bekende manier om je te wapenen tegen de economische cycli is sectorrotatie. Elke fase van de conjunctuur heeft zo zijn 'winnaars' en afhankelijk van de cyclus waarin de economie zich bevindt doen bepaalde sectoren het relatief beter dan andere.

Grote professionele partijen zoals Fidelity International maken gebruik van een investment clock om te bepalen in welke fase van de cyclus de markt zit. De clock verdeelt de cycli in vier kwadranten: deflatie, herstel, oververhitting en recessie.

Om de clock te laten tikken is de richting van inflatie en groei nodig. Bij elke fase in de cyclus horen bepaalde asset classes.

Volgens Kevin O'Nolan, fonds-



manager bij Fidelity Solutions Group, staat de 'klok' al maanden in oververhitting. Tevens staat de klok al een jaar vrijwel stil doordat de inflatie weinig beweegt en de afwezigheid van duidelijke economische signalen.

Vanuit economisch perspectief is het daardoor volgens O'Nolan moeilijk om te positioneren. De fondsmanager voorziet geen re-

cessie in de VS. 'De marktvees daarvoor lijkt overtrokken. Het monetaire beleid van de Fed is nog altijd zeer accommoderend en de motor achter de groei is de sterke consumentenuitgaven. De zwakte zit in de industrials.' Fidelity geeft desondanks de voorkeur aan Europa, dat volgens O'Nolan in een andere fase van de cyclus zit. 'Het beeld verbetert

daar door de zwakkere euro die een flinke boost aan de economie zal geven. Europa blijft favoriet ondanks de politieke uitdagingen, zoals het referendum in het VK.'

Hoe vaak een belegger sectorrotatie moet toepassen, is volgens O'Nolan afhankelijk van hoeveel pijn je wilt en kunt lijden. Sean Molony, investment director bij Fidelity, vindt dat het nog altijd loont om te switchen tussen asset classes ter bescherming tegen een recessie.

Volatiliteit

Het huis heeft de recente volatilititeit gebruikt om de blootstelling aan aandelen te vergroten. Binnen de aandelensector gaat de voorkeur uit naar technologie. Ook werden de posities uitgebreid in de sectoren gezondheidszorg en energie. Rentegevoelige sectoren als consumentengoederen en nutsbedrijven werden verder afgebouwd.

Niet alle partijen zitten zo strikt in de leer van de investment clock als Fidelity. Zo gebruikt vermogensbeheerder Oyens & Van Eeghen een verscheidenheid aan factoren, zowel kwantitatief als kwalitatief, om te bepalen in welk deel van de cyclus de economie zit. Volgens Rob van Wechem, hoofd vermogensbeheer, is de cyclus door het uitzonderlijke beleid van de centrale banken veel moeilijker te lezen dan normaal. De signalen vanuit verschillende delen van de economie zijn minder eenduidig en de cycli lopen volgens hem ook niet voor alle gebieden gelijk.

'De VS lopen voorop in de cyclus. De vraag is of de VS al aan het einde van de cyclus zijn gekomen en er een nieuwe recessie

dreigt. Wij denken van niet. In de verwerkende industrie gaat het een stuk minder, maar alles rond de consument en de dienstensector oogt vrij sterk.'

Volgens Van Wechem blijven de marktomstandigheden 'zeer uitdagend' en is het 'onzeker' of het recente koersherstel houdbaar zal blijken. De centrale banken zullen volgens hem eerder proberen om de huidige cyclus zo lang mogelijk te rekken, want de schuldenberg in de wereld is veel te hoog. Hoewel hij voorlopig geen recessie verwacht, zal die er volgens hem hoe dan ook weer een keer komen. 'En die kan weleens zeer hardnekkig zijn door de hoge schulden.'

De markten zijn volgens Van Wechem een stuk volatieler geworden en steunen vooral op het verruimingsbeleid van de centrale banken, dat in de eindfase is beland. Hoewel Oyens & Van Eeghen de recente volatilititeit heeft gebruikt om de portefeuilles te herpositioneren is het volgens Van Wechem voor beleggers niet verstandig om meer te gaan handelen door de toegenomen volatilititeit.

Helemaal uit de markt stappen vanwege de toegenomen risico's is echter geen optie. 'De cyclus zou nog 2 tot 3 jaar kunnen duren en

**'DEZE CYCLUS
KAN NOG
LANG DUREN.
DE ZIJLIJN IS
GEEN OPTIE'**

zo lang kun je niet langs de zijlijn blijven staan.'

Door het beleid van de centrale banken wordt de belegger volgens Van Wechem wel gedwongen om risico te nemen. 'Van alle instrumenten die echt defensief zijn, zoals geldmarktfondsen of staatsobligaties, is het rendement nul of zelfs negatief. Het is daardoor, anders dan bijvoorbeeld in 2007, relatief duur om geen risico te nemen.'

Bedrijfsobligaties

Bescherming blijft volgens Van Wechem een belangrijke factor. Hij pleit ervoor voorzichtiger te zijn binnen de categorie aandelen en meer risico te nemen in vastrentende waarden, zoals hoogkwalitatieve bedrijfsobligaties. Tevens maakt men gebruik van kwantitatieve beleggingsstrategieën. 'Daar zit geen emotie in. Het zijn typisch beleggingen die het goed doen in een crisis en die negatief gecorreleerd zijn met de cyclus.'

Aan sectorrotatie doet men niet. 'Wel spreiden we onze portefeuille op een dynamische manier over de verschillende beleggingscategorieën zoals aandelen, obligaties en verschillende typen complementaire beleggingen.'

Beleggers moeten volgens Van Wechem niet denken dat ze in een 'normale' wereld leven. Het uitzonderlijke monetaire beleid van de centrale banken zorgt volgens hem voor 'extreme' omstandigheden. 'Het is niet een omgeving om als belegger je nek uit te steken, want dan krijg je zeker een keer de deksel op de neus.'

De loterij, de troostprijs en het afdekken van de rente

JEROEN WILBRINK: PENSIOENFONDSBESTUURDER MISKENT DE PSYCHOLOGIE VAN DE MARKTEN

Ligt het aan mij of is het aantal Postcodeloterij-fietsen explosief gestegen? Mijn dochter is aan een nieuwe fiets toe, en laat dat nou juist de fiets zijn die ze wil hebben. Als ik uitleg dat deze fietsen een 'troostprijs' zijn voor een loterij, dan krijg ik enkel naar mijn hoofd geslingerd dat ik ook maar mee moet spelen.

Ook in de supermarkt verschijnen in mijn boodschappenwagen elke keer weer van die zakken chips, pakken yoghurt, of knäckebröd allemaal met prijsvraag of loterij. En als zo'n zakje chips geen Middellandse Zee-cruise voor een familie van vijf bevat, moet ik praten als Brugman om ze niet alles te laten opentrekken.

Daar komen dan nog bij die eindeloze reeks aan e-mails en websites die mijn ontvankelijke kroost weet te enthousiasmeren ('u bent een winnaar!'). Iedere keer weer zijn ze overtuigd dat deze keer de hoofdprijs wel op weg is naar huize Wilbrink.

Ook vragen mijn kinderen waarom ik geen krasloten koop, of staatsloten. Met droge, onbegrijpelijke wiskunde leg ik dan uit dat je gauw 625 jaar moet mee spelen om kans te maken op een statistisch zekere kans voor € 1000 of meer.

Gisteren had ik weer dezelfde discussie met mijn dochter, maar deze keer kreeg ik geen gelijk. 'Maar iedereen koopt staatsloten. Waarom denk jij dat je slimmer bent dan iedereen?' 'Als dat waar is, dan koopt toch niemand een lot?'

Uitleg over wishful thinking, de psychologie van loterij, hormonen, dopamine-effecten in onze hersenen, werden allemaal terzijde geschoven. 'Mensen zijn niet dom', zei mijn dochter, 'als de kans om te winnen echt zo laag is, dan doet niemand het.'

De psychologie die de populariteit van loterijen en prijsvragen verklaart, is echter ook verantwoordelijk voor veel van



FOTO: HOLLANDE HOOGTE

het denken in de obligatie en aandelenmarkten. Ruim zeven jaar na de kredietcrisis, een fragiel economisch herstel en een opkoopprogramma van de centrale banken, staan obligaties nog steeds historisch hoog.

En de psychologie van markten dicteert nog steeds 'what goes up, must come down'. Zo staan de vaktijdschriften weer vol met pensioenfondsbesteders die vinden dat ze hun renteafdekking moeten terugbrengen, omdat rentes weer omhoog zullen gaan.

Maar feit blijft dat de markt een rentestijging al lang inprijst. De rentecurve van Europese staatsobligaties is in 'contango' zoals

dat heet; opwaarts lopend. Dit betekent dat de markt al lang verwacht dat kortlopende obligaties in de toekomst een hogere rente zullen hebben.

Een pensioenfonds dat nu de renteafdekking afbouwt, zal daar enkel aan verdienen als de rente met meer stijgt dan er momenteel door de rentetermijnstructuur, of rentecurve, wordt voorspeld. Dus niet als de rente stijgt, maar enkel als deze met meer stijgt dan de collectieve kapitaalmarkt op dit moment verwacht. Natuurlijk kun je als pensioenfonds besluiten om de renteafdekking terug te brengen. Daar kunnen meerdere redenen voor zijn. Maar als je enige beweegreden stijgende rente is, dan zeg je dat je het beter weet dan de markt. Mocht dat lot niet uitbetalen, zorg dat je op de fiets dan ook de eindstreep nog haalt. ■

JEROEN WILBRINK IS DE OPRICHTER VAN ATTOLLO INVESTMENT ADVISORS.



HET BELEGGERSRISICO HEET DONALD TRUMP

MARKTEN NOG LACONIEK, TOTDAT HET OM HET 'ECHIE' GAAT

De Amerikaanse verkiezingen zijn in de ban van de Republikeinse koploper. Als Trump het ticket naar het Witte Huis wint, wordt de soep dan zo heet gegeten als de miljardair hem nu opdient? Beleggers aan het woord.

TEKST GERBEN VAN DER MAREL

Nieuwe kandidaten voor het Witte Huis stralen doorgaans optimisme uit. Maar deze voorverkiezingen worden gekenmerkt door sombere analyses en onzekerheid over de standpunten van de Republikeinse koploper Donald Trump. Waar moeten beleggers rekening mee houden?

Onzekerheid. De voorverkiezingen zijn nu een paar maanden gaande en dat heeft voor beleggers vooral onduidelijkheid opgeleverd uit de hoek van populistische outsiders als Bernie Sanders en Donald Trump. Hoewel de beurskoersen aardig zijn hersteld na een ruwe start van het jaar, draagt vooral de vastgoedmagnaat volgens sommige experts met zijn zwabberende standpunten bij aan de volatiliteit op de beurs.

Volgens de Economist Intelli-

gence Unit is het uitzicht op een presidentschap van Trump een van de grotere risico's van het moment. Zijn verkiezing kan volgens de denktank de wereldeconomie verstoren, het kan leiden tot politieke chaos in de VS en het toeneemen van de veiligheidsrisico's voor de Verenigde Staten. Toch vertalen deze alarmerende woorden zich niet in dalende beurskoersen.

Volgens Tobias Levkovich van Citi zijn beleggers 'verontrust' over de verklaringen van kandidaten. Toch trekken de beurzen er niet veel van aan. Dat komt volgens de

**'NA DE
CAMPAGNE
GAAN WE
EEN ANDERE
TRUMP ZIEN'**

analist omdat de voorverkiezingen een andere karakter hebben dan de eindrace. Veel verkiezingsplannen zijn nog vaag en worden als proefballonnen gelanceerd.

'Een nachtmerrie'

'Je kunt wel een duidelijke correlatie zien tussen de toegenomen volatiliteit op Wall Street en de ontwikkelingen in de presidentiële campagne', zegt hedgefondsmanager Doug Kass van Seabreeze Partners Management. Hij noemt Trump voor beleggers 'onvoorspelbaar' en hij spreekt zelfs van een 'nachtmerrie' voor beleggers. Maar Wall Street heeft het binnen hengelen van de nominatie door Trump volgens hem al ingeprijsd. Kass zegt vooral te hopen dat Trump snel nadere invulling geeft aan zijn ongepolijste ideeën over handel en immigratie.

Neem handel. Trump meent dat Amerika slechte vrijhandelsakkoorden heeft gesloten die Amerikaanse werknemers midscheeps



DONALD TRUMP OP CAMPAGNE FOTO: HOLLANDESE HOOGTE

hebben geraakt. Hij heeft voorgesteld tarieven te heffen op producten uit China. Zijn dreigementen kunnen volgens beleggersblad Barron's tot een ernstige aanvaring met China leiden. Columnist John Kimelman waarschuwt voor het risico van een 'handeloerlog' die 'vernietigend' kan uitpakken voor de wereldeconomie.

Belastingverlaging

Het protectionistische beleid dat Trump propageert, doet volgens Barron's denken aan het protectionisme dat vorige eeuw bijdroeg aan de Grote Depressie. Volgens Robert Powell van de Economist Intelligence Unit is de kans op een handelsoerlog 'vrij groot'. Hij begrijpt niet waarom een man die veel van zijn goederen laat produceren in China hierop aanstuurt.

Trump belooft met zijn protectionisme banen terug te halen naar de VS. Niet veel analisten volgen die redenering. Het meest waarschijnlijke gevolg van zijn voorstellen is dat buitenlandse producten duurder worden voor Amerikanen. Trump heeft ook aangekondigd Amerikaanse bedrijven te willen beboeten als ze werkgelegenheid verplaatsen naar Mexico, het land dat de vastgoedman wil insluiten door een muur te laten bouwen langs de grens met de VS, die de Mexicanen zelf zouden moeten betalen.

Belasting en schuld. Trump is een voorstander van stevige belastingverlagingen voor zowel individuen als ondernemingen. Daar staan beleggers positief tegenover. Trump wil de vennootschapsbelasting terugbrengen van 35% naar 15%. Analisten verwachten hierdoor een stevige impuls op de economische productie van de VS. Het probleem is echter dat de vastgoedmagnaat niet of nauwelijks wil snoeien in de uitgaven. Trump wil het sociale vangnet intact houden. De Tax Foundation heeft het plan van Trump doorgerekend en concludeert dat Trump de komende tien jaar voor \$ 12.000 mrd aan belasting zou wegsnijden. Gevolg zou wel zijn dat de staatsschuld met \$ 10.000 mrd zal oplopen. Dat is volgens de denktank een gevaarlijke ontwikkeling.

Meerderheid in Senaat

Niet iedereen maakt zich zorgen over het fenomeen. Jaret Seiberger, analist van Guggenheim, noemt Trump 'een pragmaticus in hart en nieren' die prima in staat zal zijn om compromissen te sluiten. Analist Ian Bremmer van denktank Eurasia Group schreef in zijn nieuwsbrief sceptisch te zijn over de kansen van Trump. 'En zelfs in het onwaarschijnlijke geval dat hij wint, zal de impact op ons binnenlands beleid en de economie waarschijnlijk niet significant zijn.

Er is weinig ruimte om politieke compromissen te sluiten in het steeds meer gepolariseerde Congres. Het is moeilijk voor te stellen dat de Trump-regering plotseling doorbraken weet te forceren over de begroting, het fiscaal beleid of immigratie.'

Zakenbank Citi wijst erop dat Democraten een goede kans maken om de meerderheid terug te veroveren in de Senaat. Dat zou de bewegingsruimte van president Trump sterk inperken. De belangrijkste conclusie van de zakenbank is dat het nog te vroeg is om de risico's voor beleggers goed in te schatten. Pas na de zomer is dat moment daar.

Wilbur Ross, de vermogende hedgefondsmanager, is een vriend van Trump. Hij zei onlangs geruststellend op tv-zender CNBC: 'Ik denk dat we een andere Donald gaan zien als hij genomineerd wordt.' Het verkiezingscircuit is voor de belegger geen reden om op zijn handen te zitten. Trump zelf houdt zich afzijdig van de financiële markten. De miljardair belegt zelf niet veel in aandelen, bleek vorig jaar uit meldingen toen hij zichzelf als presidentskandidaat naar voren schoof. 'Je legt te veel verantwoordelijkheid in de handen van anderen', zei Trump. ■

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

De markt en de politiek

Aandelen doen het vaak goed in een verkiezingsjaar en vooral als de zittende politieke partij het Witte Huis weet te behouden. In de achttien presidentsverkiezingen sinds 1900 waarin dat gebeurde, steeg de beurs gemiddeld 10,8%. In de elf verkiezingen waarin de zittende partij de sleutels moest overdragen, daalde de beurs gemiddeld 3,7%. De beurs doet het historisch gezien beter met een Democraat in het Witte Huis dan een Republikein. De beste jaren hadden beleggers onder de echtgenoot van Hillary Clinton. Veel beleggers denken daar likkebaardend aan terug.

Alsjeblieft niet in de

Wat te doen als je vermogen hebt, maar ook straks met de komst van het UBO-register niet wil dat nieuwsgierigen of mensen met kwade bedoelingen kunnen opzoeken hoeveel het vermogen precies is?

Wie veel geld in een bv heeft zitten en niet wil dat iedereen kan zien van wie die bv is, kan er nu nog mee volstaan een tweede aandeelhouder aan te stellen.

In het register van de Kamer van Koophandel staat dan simpelweg niet vermeld wie dat zijn. Maar dat is zoals het er nu uitziet, straks afgelopen.

Vanaf eind juni volgend jaar is Nederland op grond van Europese regelgeving verplicht een register bij te houden waarin opgezocht kan worden wie er een belang heeft van 25% of meer in ondernemingen die gevestigd zijn in de Europese Unie. Dit is het zogenoemde UBO-register, waarbij UBO staat voor Ultimate Beneficial Owners. Het register moet eigendomsstructuren blootleggen met als doel witwassen en terrorismefinanciering tegen te gaan. Het register heeft dan ook niet alleen betrekking op reële ondernemingen, maar ook op persoonlijke bv's, pensioen-bv's en beleggingsbv's. Deze informatie kan vervolgens gemakkelijk worden gecombineerd met informatie uit het Kamer van Koophandel-register over hoeveel een bepaalde onderneming waard is, zodat uitgerekend kan worden hoeveel vermogen iemand heeft.

Wie dit ongemakkelijk vindt, omdat hij niet wil dat potentiële kidnappers of nieuwsgierige klasgenoten van de kinderen kunnen opzoeken hoeveel 'de familie waard is', kan niet zomaar voorkomen dat aandelenbelangen van 25% of meer in het UBO-register worden



© PIETER HOGENBIRK / COMICHOUSE.NL

weergeven, maar wel dat zichtbaar is hoeveel vermogen er in bepaalde rechtsvorm zit, vertelt Erik Willems, partner en medeoprichter van family office De Rendtmeesters in Arnhem.

'Wij hadden een cliënt die een holding had waaronder hij een bedrijf had hangen', vertelt hij. 'Eind vorig jaar verkocht hij zijn bedrijf. Volgens de laatste jaarrekening was zijn holding € 15 mln waard. Hij was echter bang dat als zichtbaar zou worden dat de opbrengst van de verkoop van zijn bedrijf hierbij gekomen was, hij in de Quote 500 zou komen. Sommige mensen willen dat heel graag, maar deze meneer niet.'

In principe zou het boekjaar van de holding na verkoop snel afgelopen, waardoor deze op korte termijn een jaarverslag had moeten publiceren waarin zichtbaar zou worden voor hoeveel het bedrijf verkocht was. 'Om tijd te winnen is daarom eerst het boekjaar van de hol-

Quote 500



ding statutair verlengd', zegt Willems. Om te voorkomen dat er überhaupt nog een jaarverslag gepubliceerd moet worden, kun je een bedrijf liquideren. Een geliquideerd bedrijf hoeft bij de Kamer van Koophandel namelijk geen jaarcijfers meer te deponeren. Dit omdat het KvK-register bedoeld is om na te gaan of een bedrijf waarmee je zaken wil doen, solvabel is. Met een geliquideerd bedrijf kun je geen zaken meer doen en dus hoeven daar geen gegevens meer over te vinden te zijn.

De weg naar onzichtbaarheid

Liquideer je de bv, dan is de vraag natuurlijk: waar laat je het geld dan? Een mogelijkheid is om het geld onder te brengen in een trust op Guernsey of Jersey. Het is dan van de radar, maar je moet het dan wel door iemand daar laten beheren, zegt Willems. Dat wil niet iedereen. 'Je kunt het vermogen uit de holding ook laten

uitkeren naar privé', zegt hij, 'maar dan moet daarover onmiddellijk 25% belasting betaald worden. Dat vindt ook niet iedereen prettig.'

Een andere optie is het vermogen onder te brengen in een lichaam dat geen cijfers hoeft te publiceren, maar verder fiscaal hetzelfde wordt behandeld als een bv. Dan heb je het over een commanditaire vennootschap (een cv) of een fonds voor gemene rekening (een fgr). 'Beide hebben voor- en nadelen', legt Willems uit.

Een fonds mag alleen liquiditeiten en effecten bevatten, geen vastgoed of private equity. Een voordeel van een fonds is echter dat hiervoor de status van een vrijgestelde beleggingsinstelling (vbi-status) kan worden aangevraagd. Krijg je die, dan hoeft er geen vennootschapsbelasting betaald te worden over het rendement. Aan een vbi zijn echter wel strikte voorwaarden gesteld. Zo moet er naast de meerderheidsaandeelhouder iemand anders zijn die minimaal 10% van de aandelen heeft. Deze persoon moet zichzelf daadwerkelijk inkopen. Er mogen hiervoor geen aandelen aan minderjarige kinderen of de in gemeenschap van goederen gehuwde echtgenoot gegeven worden. Ook mag een vbi geen leningen verstrekken. Een cv kan geen vbi-status aanvragen, maar mag wel vastgoed of private equity bevatten en ook financieringen verschaffen.

'Voor onze cliënt hebben we daarom zijn holding gedurende het lopende verlengde boekjaar geliquideerd, waardoor er geen jaarverslag gepubliceerd hoefde te worden en zijn vermogen deels ondergebracht in een cv en deels in een vbi waarin zijn kinderen zijn gaan participeren', vertelt Willems. Dat kon omdat zij eigen vermogen op hun naam hadden staan, dat ze hebben ingebracht.

In het UBO-register zal straks wel zichtbaar zijn dat de oud-ondernemer een belang heeft in een cv, maar omdat zij geen jaarrekening hoeft te publiceren, zal niet nagegaan kunnen worden hoeveel geld hierin zit. De vbi is zelfs helemaal niet zichtbaar, niet in het UBO-register en niet bij de Kamer van Koophandel. ■

Heeft u een vraag op het gebied van vermogensregie, portefeuilleinrichting of beleggingsadvies die u graag behandeld zou willen zien in deze rubriek of wilt u reageren? Stuur dan een e-mail naar: barbara.nieuwenhuijsen@fondsnieuws.nl met als titel Dilemma.

VASTGOED ALS BRON VAN VERMOGENSBESCHERMING

RISICOPROFIEL WONINGMARKT IN RANDSTAD IS BEPERKT

Is beleggen in vastgoed nog altijd het beste investeringsalternatief, nu er met obligaties geen rendement meer te behalen valt en de aandelenbeurzen zeer volatiel zijn? Experts aan het woord.

TEKST MARTIJN MOM

Uit het KPMG-rapport European Real Snapshot Spring 2016 blijkt dat de investeringen in Europees vastgoed bijna op het niveau van voor de crisis liggen. In de zoektocht naar rendement valt volgens Stefan Pfister, hoofd vastgoedbeleggingen Europa/EMA bij KPMG, met de huidige lage rente dan ook niet te ontkomen aan vastgoed.

Volgens Jan van der Doelen, sectormanager Bouw en Vastgoed bij ING, zijn de aanvangsrendementen op vastgoedinvesteringen in de afgelopen jaren afgenomen, maar als je die afzet tegen andere beleggingen dan is het rendement 'nog altijd hoger'.

Beleggen in vastgoed is echter niet zonder risico, want wat gaat er gebeuren als de rente weer gaat stijgen en wat als er leegstand optreedt?

'Voorlopig blijft de rente laag. Als deze gaat stijgen, nemen wellicht de rendementen ook toe, maar moet je ook meer gaan betalen voor financiering. Wij adviseren dan ook om de verhouding tussen waarde en financiering gezond te houden, zegt Van der Doelen. Zelf beleggen in vastgoed

is volgens de sectormanager niet voor iedereen. 'In het verleden was vastgoed een vrij zekere belegging, maar de tijden zijn wel veranderd. Beleggen in vastgoed is een vak en je moet goed weten wat je doet, en dan kan het handig zijn om mee te varen op de kennis van derden door bijvoorbeeld te beleggen in vastgoedfondsen.'

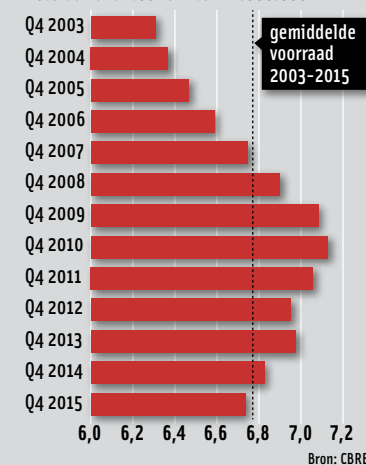
Actief management

Volgens Erik Steinmaier, hoofd Real Estate Advisory bij ABN Amro, is het belang van actief management toegenomen. 'In het verleden kon men nog meer achteroverleunen, maar dat is voor secundair vastgoed voorbij. Waardetoevoeging en actief klantenbeheer zijn steeds belangrijker.'

Woningbeleggingen zijn nog altijd relatief veilig, zegt Steinmaier, maar op de kantoren- en retailmarkt zijn de risico's groter. 'Als je kijkt naar hoeveel spreiding er in een belegging zit, dan is beleggen in vastgoedfondsen voor particulieren beter dan zelf beleggen.'

Beschikbare voorraad daalt

Amsterdam: kantoorruimte in 1.000.000 m²



GRAFIEK: KIM RAAD

De Nederlandse vastgoedmarkt is volgens Van der Doelen circa €300 mrd groot en kent grote regionale verschillen. Het commerciële gedeelte van de markt bestaat uit kantoren, winkels, bedrijfsruimtes (inclusief logistiek) en woningen.

Binnen het retailsegment voorziet Van der Doelen kansen in de winkelcentra van de grote steden, maar ook regionaal voor succesvolle buurtwinkelcentra. Daarnaast bieden specifieke concepten zoals onlinewinkels die servicecentra en verkooppunten willen hebben en daarvoor goed bereikbare locaties buiten de grote winkelcentra zoeken, mogelijkheden.

Kantorenmarkt

De Nederlandse kantorenmarkt kampt volgens de vastgoedexperts van ABN Amro en ING nog altijd met een flinke leegstand. De piek is volgens de experts wel bereikt. In de top van de markt, de Amsterdamse Zuidas, is de leegstand laag en over het geheel is zelfs een kleine daling aan de orde.

Volgens Van der Doelen zijn veel kantoormeters uit de markt genomen door transformaties naar woonruimte, studentenhuizing en hotels. Daarnaast spelen partijen als Merin succesvol in op de andere manier van werken door kantooruimtes om te bouwen tot alternatieve werkplekken en opnieuw in de markt te zetten.

Steinmaier wijst op de succesvolle herontwikkeling van 'The Bank', het voormalige ABN Amro-hoofdkantoor aan de Herengracht in Amsterdam, door Kroonenberg Groep. Met een aanvangsrendement van 4,25% is dat een redelijk veilige belegging, maar elders in de

hoofdstad kom je ook aanvangsrendementen van 10% tegen.'

De woningmarkt heeft volgens de vastgoedexperts het laagste risicoprofiel en wordt gesteund door schaarste op de markt. Het maakt echter wel uit waar je zit. Want ook in Nederland is er een aantal krimpgebieden. De Randstad is volgens Van der Doelen zeer in trek en Amsterdam is de top van de markt. Rotterdam blijft in dat opzicht wat achter.

Volgens de sectormanager is er veel behoefte aan extra woningen. 'Er zijn in de afgelopen vijf jaar te weinig woningen bijgebouwd. We schatten dat er in de komende tien jaar een behoefte is aan 500.000 nieuwe woningen.'

Moody's waarschuwde onlangs dat de negatieve rente in Zweden een bubbel op de huizenmarkt heeft veroorzaakt. Hoewel de huidige lage rente wel een risico vormt, is er volgens Van der Doelen geen sprake van een bubbel op de Nederlandse woningmarkt.

'De huizenprijzen zijn gestegen, maar liggen nog altijd onder de top van de markt in 2008. Sinds die piek zijn de prijzen met zo'n 21% gedaald en is er ongeveer 7 tot 8% teruggewonnen. Er is dus nog altijd sprake van een daling ten opzichte van het hoogtepunt.'

De sectormanager wijst wel op de grote regionale verschillen binnen de Nederlandse woningmarkt. 'De prijzen in Amsterdam zijn weer terug op het niveau van voor de crisis. Maar ook binnen de hoofdstad zijn de verschillen tussen bijvoorbeeld IJburg en het centrum erg groot. Dus daar is volgens ons ook geen sprake van een bubbel.'

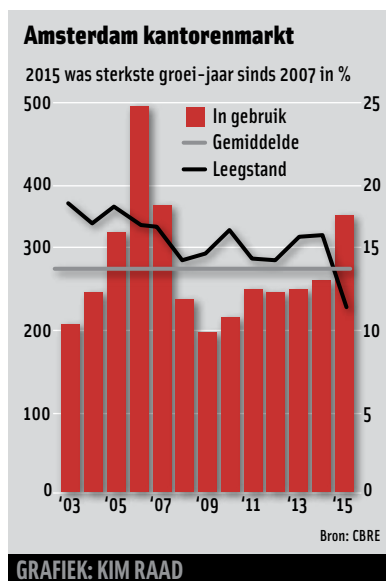
Steinmaier van ABN Amro maakt zich eveneens geen zorgen over een bubbel. 'De hypotheekregels zijn behoorlijk aangescherpt en dat dempt de prijzen. De LTV's (loan-to-value) nemen af doordat men minder kan lenen voor een woning en ook daar gaat een dempende werking vanuit.'

Vooruitzichten

De eerste tekenen voor 2016 wijzen er volgens de sectormanager op dat Nederlands vastgoed nog steeds aantrekkelijk is en dat buitenlandse partijen nog altijd volop interesse hebben. 'Nederland behoort economisch gezien bij de top in EU en we voorzien voor iedere sector, behalve de zorg, een groei in 2016.'

Ook Steinmaier verwacht dat het herstel zich voortzet. 'Er zijn geen signalen die wijzen op een afkoeling of een kentering en het lijkt opnieuw een goed jaar te worden voor Nederlands vastgoed.'

MARTIJN MOM IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.



ALLES OMWILLE VAN EEN LANGE, HECHTE RELATIE

HET KLANTMODEL VAN HET AMERIKAANSE DIMENSIONAL

Als het de financieel adviseurs die onze producten verkopen goed gaat, gaat het ons goed, is de gedachte van Dimensional en dus gaat de dienstverlening veel verder dan het managen van fondsen alleen.

TEKST BARBARA NIEUWENHUIJSEN

Wie van jullie is er wel eens naar een barbecue of iets dergelijks geweest waarop iemand vroeg wat je deed? En wat was toen de volgende vraag? Precies. Wat op dat moment een goede belegging was. Wat denken ze wel? Dat je een glazen bol hebt?

Aan het woord is David Jones, hoofd financial advisor services Europa bij Dimensional. Hij spreekt op een tweedaagse conferentie van het fondshuis in Londen voor financieel planners en vermogensbeheerders die overwegen met Dimensional te gaan werken.

Het bijwonen van de conferentie is een eerste stap in het verkrijgen van een accreditatie om met de fondsen te werken. Het idee is klanten in te wijden in de wereld die Dimensional heet en



DIMENSIONAL-KANTOOR IN LONDEN

is er daarnaast vooral ook op gericht elkaar beter te leren kennen. 'Wij willen niet dat onze fondsen gebruikt worden om een bepaalde exposure op te bouwen en een week later weer verkocht worden. Dat is schadelijk voor de zittende beleggers', zegt Jeff de Haan, verantwoordelijk voor de financial advisor services van het bedrijf in de Benelux. Dimensional-fondsen vind je dus niet op execution only-platforms.

Het bedrijf richt zich behalve op institutionele beleggers, zoals pensioenfondsen, nadrukkelijk op zelfstandige financieel adviseurs. Dit doet het bedrijf niet alleen door deze adviseurs fondsen te leveren waarmee zij voor hun klanten portefeuilles kunnen bouwen. Onder het mom van gaat het onze adviseurs goed, dan gaat het ons goed, gaat het fondshuis veel verder. 'Wij helpen adviseurs door ze inzicht te geven in hun businessmodel en

het bedienen van klanten', zegt De Haan. Aan deze aanvullende dienstverlening zijn voor adviseurs geen aanvullende kosten verbonden. In Nederland werken zo'n 60 planners en vermogensbeheerders met Dimensional. Wereldwijd heeft het huis €400 mrd onder beheer, in Europa pakweg €25 mrd.

Nobelprijswinnaars

Half maart zitten in een collegezaal van het Royal College of Physicians in Londen zo'n 65 adviseurs, de meesten uit Groot-Brittannië maar ook enkele Nederlanders. De één is een intermediair die op zoek is naar een totaaloplossing voor klanten die vrij vermogen op willen bouwen. De ander is een vermogensbeheerder die getriggerd is door het systematische academische verhaal waarop de Dimensional-fondsen gestoeld zijn. De derde is een planner die erover nadenkt de krachten te bundelen met een vermogensbeheerder die al met Dimensional werkt. Gefêteerd worden ze niet. Vliegreis en hotel zijn voor eigen rekening.

Aan het begin van de eerste dag wordt in meerdere sessies uiteengezet dat de beleggingsfilosofie niet op actief of passief is gestoeld, maar op wetenschappelijke inzichten van Nobelprijswinnaars als Eugene Fama en Kenneth French, die ook aan het bedrijf verbonden zijn. Het uitgangspunt is dat alle informatie verwerkt is in de koers en dat er zes factoren zijn – oftewel 'dimensies' – die het rendement bepalen. Bij aandelen zijn dit markt, waarde, smallcap en winstgevendheid, bij obligaties: kredietkwaliteit en de looptijd van de lening.

Als voorbeeld van een adviseur die al met de fondsen werkt, wordt

op de conferentie Jolmer Schukken van het Nederlandse Triple Partners geïnterviewd. Hij en zijn zakenpartner Marius Kerdel begonnen ooit het bedrijf omdat zij voor hun eigen families een goede vermogensbeheeroplossing wilden creëren. Ze waren op zoek naar een methode gebaseerd op wetenschappelijke onderzoek, gericht op de lange termijn.

'Traditionele partijen focussen in onze ogen te veel op de korte termijn en proberen de markt te voorspellen, of in ieder geval op beursschommelingen te anticiperen, wat alleen maar leidt tot hogere kosten en daarmee tot een teleurstellend resultaat', zegt Schukken. Inmiddels belegt het tweetal samen met een groep van ongeveer veertig families en ondernemers. 'Doordat we collectief beleggen en niet proberen de beurs te voorspellen, kost het beleggen ons weinig tijd', vertelt Schukken, 'en hebben we meer tijd om met klanten te spreken en te genieten van de mooie dingen in het leven: van onze kinderen bijvoorbeeld.'

Even mee naar kantoor

Op de tweede conferentiedag worden onder meer tips gegeven over het formuleren van een eigen authentiek verhaal over waarom je

financieel adviseur bent geworden. 'Maak het persoonlijk, maar zorg ook voor universele elementen waarin mensen zich kunnen herkennen', adviseert David Swanwick, werkzaam in het Londense kantoor. 'Vertel bijvoorbeeld hoe het was toen je negen was en wat er toen niet kon omdat je ouders hun financiën niet op orde hadden.'

Ook komt aan bod waarin het fondshuis de adviseurs verder kan ondersteunen. Er zijn whitelabel brochures, grafieken en video's beschikbaar die zij kunnen gebruiken in hun communicatie met hun klanten. Er zijn webinars over allerlei onderwerpen en er is een kit die de adviseur helpt duidelijk op papier te zetten wat zijn filosofie is, zijn beleggingsbeleid en hoe de fondsselectie tot stand is gekomen. En dan is er nog een jaarlijks benchmarkonderzoek waarin aangesloten financieel dienstverleners worden afgezet tegen alle andere Dimensional-adviseurs, wereldwijd. En wie behoefte heeft te sparen met gelijkgezinde kantoren, over bijvoorbeeld de implementatie van nieuwe wet- en regelgeving, kan daarover ook contact opnemen met het fondshuis.

Geïnteresseerden kunnen na afloop van de conferentie mee naar het Londense kantoor om daar, met gebruik van software van het fondshuis, een eigen set modelportefeuilles in elkaar te zetten, compleet gebacktest en al. 'Je hoeft niks meer zelf te doen', fluistert een adviseur in de zaal. De aanwezige Nederlanders zijn tevreden. Ze gaan mee naar kantoor om portefeuilles te maken. ■

**'JE HOEFT
NIKS MEER
ZELF TE DOEN',
FLUISTERT
EEN ADVISEUR**

BARBARA NIEUWENHUIJSEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

AANDELEN BLIJVEN FAVORIETE CATEGORIE

PRIVATE BANKS OVER VISIE EN STRATEGIE VOOR Q2

De beleggingsstrategen van de grootbanken beschouwen de recente correctie als een blessing in disguise: aandelen zijn aantrekkelijker gewaardeerd, terwijl de smetvrees voor staatspapier breed gedeeld wordt.

TEKST HARM LUTTIKHEDDE

De private banks van de Nederlandse grootbanken hebben zich niet gek laten maken door de hevige turbulentie op de financiële markten. De beleggingsmix bleef grotendeels onveranderd. Aandelen blijven aantrekkelijk gevonden worden, staatsobligaties zijn 'dood hout'.

Wel heeft zowel ING als ABN Amro MeesPierson de weging van Europese aandelen in de beleggingsmix verlaagd naar neutraal.

Ze hebben dat onder meer gedaan met het oog op de risico's voor de korte termijn, zoals problemen met overheidsbudgetten in Spanje, Griekenland en Portugal of het mogelijk uitreden van het Verenigd Koninkrijk uit de Europese Unie. De Britten mogen zich daar op 23 juni in een referendum over uitspreken.

Bij ABN Amro MeesPierson is het lagere gewicht van Europese aandelen in de breed gespreide modelportefeuilles ten goede gekomen aan Amerikaanse aandelen (van onderwogen naar neutraal).

'De redenen daarvoor zijn betere vooruitzichten voor groei van de economie en de bedrijfswinsten in de Verenigde Staten, onder meer als gevolg van een wat zwakkere dollar dan we eerder voorzagen', zegt hoofdstrateeg Ben Steinebach. 'Ook vinden we de koerswinstverhoudingen weer wat beter worden voor de Verenigde Staten.'

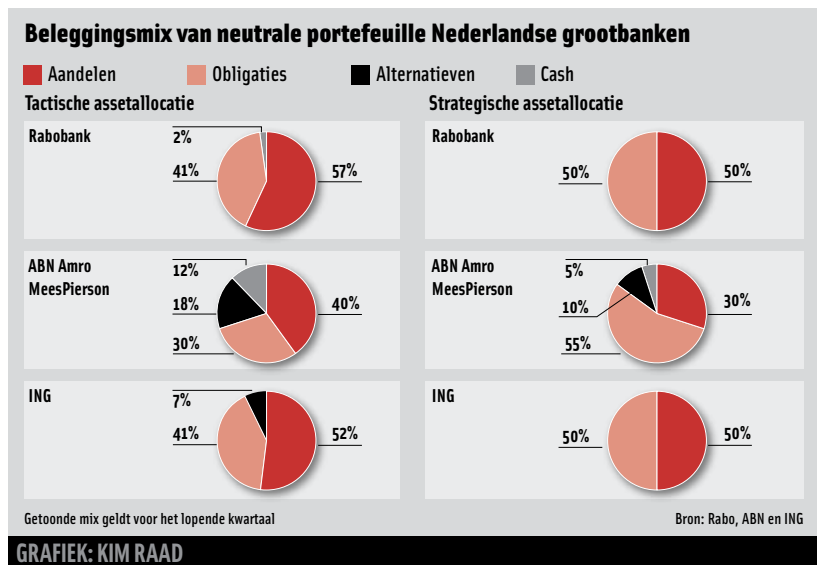
RISICO VAN EEN BREXIT STEM STRATEGEN VOORZICHTIG

De spanningen met betrekking tot de Amerikaanse presidentsverkiezingen wegen volgens hem niet op tegen de risico's in Europa.

ING ziet weer meer kansen in de regio 'Azië, exclusief Japan', waarvan het gewicht werd verhoogd van onderwogen naar neutraal. 'Wij verwachten dat de economische groei in China stabiliseert en dat daardoor ook de grondstoffenprijzen verder zullen stabiliseren. Aandelen uit Hongkong, Singapore, Australië en Nieuw-Zeeland zullen hier naar verwachting van profiteren', stelt Simon Wiersma van het ING Investment Office.

Vergeet timen van correctie

De waarden van aandelen in het algemeen vindt ING inmiddels weer aantrekkelijk, al blijft de bank vooralsnog bij haar neutrale weging. ABN Amro is 'in het licht van de gematigd positieve vooruitzichten voor de wereldeconomie' en 'aantrekkelijke relatieve waardering van aandelen ten opzichte



van obligaties' overwogen in aandelen.

Ook Rabobank handhaaft 'in volle overtuiging' haar overweging van aandelen, nadat ze in het eerste kwartaal veel tijd heeft gestoken om te bepalen of er werkelijk sprake was van een bearmarkt. Met het koersherstel in de tweede helft van het kwartaal kreeg de bank het gelijk aan haar zijde.

Han Dieperink, hoofd beleggingsbeleid bij Rabo, wijst daarnaast op twee zaken. Ten eerste dat hij niet gelooft in het 'timen' van correcties in een verder opgaande markt. 'Je moet twee keer goed zitten, je maakt twee keer kosten en je loopt het risico dat je een deel van de opgaande fase mist. De realiteit is dat er met dit soort bewegingen eerder waarde wordt vernietigd.'

Daarnaast is van belang te vermelden dat de bank tegenwoordig een zogenaamde core-factor-satellite strategie voert. 'Uitsluitend in het satellietendeel maken we keuzen op het gebied van regio's en specifieke thema's. Begin dit jaar is wel het thema robotica toege-

voegd. Dit is ingevuld met het Pictet Robotics fonds.'

Vanwege de divergentie in monetair beleid – in de VS wordt de rente verhoogd terwijl het beleid in Europa en Japan nog uitermate ruim is – biedt dat kansen op de aandelenmarkten buiten de VS. Dieperink legt al geruime tijd binnen de portefeuille accent op met name Duitse en Japanse aandelen.

Over staatsobligaties zijn de banken eensgezind negatief. Steinebach: 'Centrale banken blijven sterke neerwaartse druk uitoefenen op de obligatierente, waarbij negatieve rendementen – in Duitsland tot en met looptijden van zeven jaar en in

'OBLIGATIES IS EEN LASTIGE CATEGORIE. HET IS DOOD HOUT'

Japan zelfs tot en met tien jaar – inmiddels gebruikelijk zijn geworden.'

Inflatielinkers

Hij vervolgt: 'De oude vertrouwde risicokarakteristieken van staatsobligaties als stabiele en veilige belegging zijn daarmee veranderd. Niet het geringe risico van beperkte fluctuaties voert nu de boventoon, maar het sterk toegenomen risico van rentestijging, en dus koersdaling.'

Wiersma: 'De huidige kapitaalmarktrentes blijven historisch laag en bieden slecht een kleine buffer om het negatieve koerseffect te compenseren in het geval van hogere marktrentes. Onze rendementsverwachtingen voor staatsobligaties zijn niet positief.'

Dieperink: 'Obligaties is een lastige categorie geworden. Eigenlijk is het "dood hout", afgezien van het feit dat je afgelopen kwartaal wel een positief rendement kon behalen van 3%. Door de lage rente, de grotere renteschommelingen en de langere duratie zijn de rendementsverwachtingen uiterst somber en is het risico – in de zin van volatiliteit – vrijwel gelijk aan aandelen. Dat betekent dat de traditionele gespreide neutrale portefeuille niet meer bestaat en dat ook alternatieven als risk parity geen soelaas meer bieden.'

Met staatsobligaties uit de Europese periferie of EM Debt, inflatielinkers, bedrijfsobligaties en high yields is nog wel enig rendement te behalen. Maar, merkt de Rabo-cio op: 'Obligatiebeleggers doen er goed aan hun rendementsverwachtingen te matigen.'

'SAAI' IS HET NIEUWE HIP

GROOTSTE DIVIDENDFONDS ZWEERT BIJ DEFENSIEF BELEID

Dividendaandelen zijn in trek dankzij de lage rente. Zij zijn echter niet zonder risico nu mathematisch gezien de kans op een recessie toeneemt.

TEKST REDACTIE FONDSNIEUWS

Ivo Weinöhrl, beheerder van DWS Top Dividende, het grootste dividendaandelenfonds in Europa, wijst erop dat beleggers vaak dividend- en obligatierendement met elkaar vergelijken om hun assetallocatie te bepalen. Door het huidige, zeer ruime monetaire beleid steken deze aandelen gunstig af: het dividendrendement bedraagt pakweg 3,5%, tegen 20 basispunten voor staatsobligaties.

Toch is behoedzaamheid geboden. De kans op een recessie groeit. De huidige economische cyclus duurt namelijk al meer dan zeven jaar en dat is uitzonderlijk. Voor een belangrijk deel is de positieve economische groei, met hoge bedrijfswinsten, te danken aan het beleid van centrale banken als de ECB. Als de recessie komt, nemen groei en bedrijfswinsten af en zal de pay-out tot 30% kunnen dalen.

Weinöhrl denkt overigens niet dat winstgevendheid en dividendrendement voor alle sectoren evenveel gevaar lopen. Zo blijven consumentengoederen ook in een recessie of laagconjunctuur

Vijf in Nederland leverbare wereldwijde dividendfondsen

Fonds	ytd	3 jaar
DWS Top Dividende	-1,53	11,83
Invesco Gl Eq Inc A Eur	-8,86	-
Kempen Gl High Div	-2,05	6,75
NN Hoog Div Fund	-5,31	8,87
M&G Global Div Eur A	2,78	-4,2

Bron: Morningstar, (koers per 5/4).

doorgaans goed liggen, wat voor DWS Top Dividende reden is om deze sector te overwegen. Moeilijk hebben daarentegen de grote energieconcerns het. Bij de huidige olieprijsen van onder de \$50, lijden de meeste van hen verlies op hun productie. Toch houden ze aan hun dividenduitkering vast.

Energie uit gratie

Weinöhrl zegt de vastbeslotenheid van de oliereuzen om de pay-out op niveau te houden niet te onderschatten. Tegelijkertijd nemen de risico's wel toe. Zo zijn de uitstaande schulden van de sector fors opgelopen en neemt de kans toe dat bedrijven hun verplichtingen op schuld papier niet meer kunnen voldoen. Nu al worden investeringen geschrapt en activa verkocht.

Hoewel Weinöhrl denkt dat de olieconcerns vast willen houden aan de dividenduitkering, verslechtert hun balans wel. Het Top Dividende Fund is dan ook onderwogen in de energiesector. Dat blijven we, zegt Weinöhrl, totdat we meer signalen hebben dat de olieprijs stabiel boven de \$50 komt en de winstgevendheid terugkeert naar het oude niveau.

Volgens Morningstar zijn beleggers jegens dividendfondsen voorzichtiger geworden. Tussen 2011-2014 was de instroom meer dan \$37 mrd. In 2015 was dat nog slechts \$300 mln. De rendementen vielen in de tweede helft van 2015 en begin dit jaar ook fors terug.

DWS Top Dividende presteerde met 12,7% echter nog goed – beter dan de MSCI World Dividend Index die uitkwam op 8,24%. Deze outperformance heeft het fonds te danken aan zijn defensieve beleid. Hierdoor blijft het fonds in perioden van hoogconjunctuur achter, als vooral ook groeiaandelen excelleren, maar wordt over de hele cyclus goed gepresteerd.

Weinöhrl: 'We proberen saai te zijn en niet in te spelen op het "als, dan". We zijn voorzichtig. De belegger moet zelf bepalen of hem dat bevalt of niet.'

'DE BEPERKENDE FACTOR? DAT ZIJN DE MENSEN'

HEDGEFONDS MINT TOWER FLOREERT BIJ VOLATILITEIT

Ex-ABN Amro-managers spelen met hun jonge fonds succesvol in op de beweeglijkheid van de onderliggende markt en kunnen bij alle marktomstandigheden aan arbitrage geld verdienen.

TEKST ANTON REIJINGA

In deze tijden waarin beleggers weer om zich heen kijken naar alternatieve beleggingen, kunnen hedgefondsen zich weer in groeiende belangstelling verheugen. Een voorbeeld daarvan is de Nederlandse hedgefondsmanger Mint Tower. 'We begonnen met ongeveer €10 mln, met name eigen geld en van "friends and family"', vertelt medeoprichter Ramon Heusen terugkijkend.

Het Mint Tower Arbitrage Fund trapte eind 2010 af en heeft nu een vermogen onder beheer van circa €160 mln. Het multi-strategy hedgefonds staat per eind februari op een geaccumuleerd rendement van pakweg 47% en heeft in elk van de tussenliggende jaren een positief rendement behaald. In 2015 was het nettorendement 9,7%.

'Doorgroeien naar een half miljard euro is voor ons geen probleem', zegt Heusen op het kantoor van



RAMON HEUSEN FOTO: ELMER VAN DER MAREL

Mint Tower, dat sinds begin 2015 boven in het gebouw van de Amsterdamse effectenbeurs is gevestigd.

Hij geeft toe dat de eerste jaren moeilijk waren. Zonder een track-record van minimaal drie jaar is de interesse onder beleggers gering, wat de spreekwoordelijke kip-ei-

discussie illustreert waar beginnende managers bij het werven van geld mee te maken hebben. De echte doorbraak kwam dan ook in 2014 met de beslissing van vermogensbeheerder Optimix om in te stappen. Dit heeft de grafiek voor het beheerde vermogen op een lineair pad omhoog gezet.

Met één klik...

...uw time-management op orde



Tijd is een kostbaar goed

Verspil geen tijd met zoeken naar diepgaande bedrijfsinformatie.

Met één muisklik biedt **Company.info** u toegang tot relevante en verrijkte informatie over alle bedrijven en organisaties in Nederland. Zo heeft u direct KvK-informatie, bedrijfsnieuws, financiële kerncijfers, bestuurdersinformatie en informatie over (minderheids)belangen bij de hand. Allemaal op één plek en met één klik binnen handbereik. Zo houdt u tijd over voor de écht belangrijke zaken.

Nieuwsgierig geworden?

Sluit direct een

gratis proefabonnement

af via 020 2 400 400 of

proefabonnement@company.info

(stopt automatisch).

www.companyinfo.nl



Datapartner van **fd.**

Met het huidige fondsvermogen is de rek er volgens Heusen nog lang niet uit. 'Door zowel rendement als nieuwe instroom, groeien we gestaag door. Met de huidige groei verwachten we eind dit jaar € 250 mln onder beheer te hebben.' Hij wijst erop dat het fonds sinds november vorig jaar een AIFMD-vergunning van de Autoriteit Financiële Markten (AFM) heeft voor het aanbieden van alternatieve beleggingen aan particulieren.

Een deel van deze klanten weet Mint Tower rechtstreeks te vinden. Daarnaast komt veel geld binnen via onafhankelijke vermogensbeheerders en family offices. Interesse is er ook uit landen als Zwitserland, Duitsland en de Verenigde Staten. Zelfs institutionele beleggers tonen sinds vorig jaar interesse. 'Al zijn we voor de hele grote pensioenfondsen eigenlijk nog iets te klein', stelt de fondsmanger.

Onder arbitrage

De strategie, die het midden houdt tussen convertible arbitrage en volatility arbitrage, zit volgens Heusen nog lang niet aan haar capaciteit. 'Niet liquiditeit, maar mensen zijn de beperkende factor.'

Het team is in een jaar meer dan verdubbeld. 'We hebben nu dertien mensen, een jaar terug waren het er nog zes.' Mint Tower heeft de ambitie het personeelsbestand mee te laten groeien met het fondsvermogen.

Heusen en twee van zijn drie medepartners zijn afkomstig van ABN Amro, waar ze al sinds 2004 voor rekening van de bank gezamenlijk vergelijkbare strategieën runden. De vierde partner heeft ook gewerkt bij ABN Amro en

kwam over na een tijdje bij het Londense Oasis Capital.

Zoals 'arbitrage' in de naam zegt, is het fonds er vooral op gericht om gebruik te maken van 'niet goed' geprijsde titels. Het heeft een 'absolute return'-doelstelling, wat betekent dat een positief rendement ongeacht de richting van de markt wordt nagestreefd.

Heusen, zelf jaren handelaar op de optiebeurs, legt uit hoe de arbitrage in converteerbare obligaties werkt. Mint Tower kan een convertible kopen die 'deep in-the-money' is, dus vrijwel een-op-een beweegt met het onderliggende aandeel. De calloptie in zo'n converteerbare obligatie wordt vaak ondergewaardeerd.

Als de obligatie bijvoorbeeld converteerbaar is in tweehonderd aandelen, verkoopt Mint Tower ditzelfde aantal aandelen. Het aandelenrisico is daarmee gereduceerd tot nul. De resulterende posities zijn feitelijk een goedkoop verkregen calloptie.

Er kunnen nu verschillende dingen gebeuren. Heusen noemt als voorbeeld Sandisk, dat met een grote winstwaarschuwing kwam. Mint Tower verdiende op de verkochte aandelen, die in waarde daalden. Ondertussen bleef de koers van de convertible goed lig-

gen, omdat de waarde van de call opliep met de volatiliteit.

Een ander voorbeeld is de overname van Alcatel door Nokia vorig jaar. In het prospectus was beschreven dat bij een 'change of control' de obligatiehouder meer aandelen dan normaal zou krijgen. 'De niet-gehedgede aandelen komen dan tot leven. Dit zijn de extra kansen als je goed je huiswerk doet', lacht Heusen.

In the money

De manager verklaart het feit dat de markt deze kansen laat liggen door het mandaat van grote beleggers. De optie op aandelen geeft ze uitzicht op extra rendement, maar als deze te ver in-the-money is, moet de obligatie als een aandeel worden gewogen. Een pensioenfonds dat niet te veel aandelenrisico mag lopen, moet dan winst nemen en verkopen.

Mint Tower houdt ondertussen goede voeling met de markt. Als market maker handelt het actief in optieseries op tientallen Nederlandse en Duitse aandelen.

De handelaren verdienen aan de bied-laag spread en hebben daarnaast de opdracht zich voordelig in een long volatility-positie te manoeuvreren. Als de beweeglijkheid van de onderliggende markt dan toeneemt, is dat extra winst voor het fonds.

In december nam de volatiliteit juist af en boekte Mint Tower op maandbasis een klein verlies. Heusen: 'Dit bood echter kansen op allerlei fronten, wat de winst in januari en februari weer verklaart.'

MINT TOWER HANDELT ACTIEF OP NEDERLANDSE OPTIES

ANTON REIJINGA IS REDACTEUR VAN
FONDSNIEUWS.

DE WINKEL IS BESMET

VASTGOEDFONDS FOCUST OP BESTE CENTRA VAN EUROPA

Winkelpanden waren lang favoriete vastgoedbeleggingen, vanwege hoge huren en langlopende contracten. Maar de categorie verliest haar glans nu een flink deel van de detailhandelsomzet naar het internet verschuift.

TEKST PATRICK BEIJERSBERGEN

De faillissementen van een hele reeks Nederlandse winkelketens in de afgelopen maanden geeft vastgoedbeleggers te denken. Lege panden leveren geen huur op en overaanbod van winkelruimte drukt op de waarde van alle panden.

Een pessimistische visie op de markt voor winkelvastgoed is dat winkels in het internettijdperk vooral afhaalpunten worden voor artikelen die online zijn aangeschaft. Die kunnen dan veel kleiner zijn dan de traditionele winkels die volledige collecties in huis hebben. De bestellingen worden één keer per dag aangeleverd uit een centraal distributiecentrum in het midden van het land en verder is een aantal computerschermen in de winkel genoeg om de rest van het aanbod te laten zien. De grotere fabrikanten van consumentenproducten zouden kunnen volstaan met een paar 'flagship stores' in de belangrijkste steden. De winkels in de provincie kunnen dan veel kleiner of helemaal dicht.

Locatie is dus cruciaal. Dat is een beeld dat ook naar voren komt uit de verslaglegging van de belangrijkste vastgoedbeleggingsfondsen. Het Nederlandse winkelfonds Vastned Retail meldde vorig jaar al dat de markt voor winkelvastgoed in Europa een duidelijke tweedeling begint te vertonen. Op toplocaties in populaire steden lieten de huren een forse stijging zien, in de provinciesteden daalden ze juist.

Portfoliorotatie

Uit de jaarcijfers over 2015 blijkt dat het Rotterdamse bedrijf meer dan voorheen aandacht besteedt aan de kwaliteit van de portefeuille. Alleen op de allerbeste locaties wordt nog vastgoed gekocht. Er zijn winkelpanden aan de portefeuille toegevoegd in Amsterdam, Antwerpen, Parijs en Utrecht, terwijl er in kleinere steden en dorpen juist is afgebouwd. Vastned spreekt van een 'portfoliorotatie' die nodig is omdat sprake is van een toenemende polarisatie: de 'premium city high street' winkels met hoge, stijgende huren en goede bezettingsgraden versus de rest met dalende huurinkomsten

en steeds grotere leegstand.

Met de Europese winkelmarkt als geheel gaat het ondanks dit rotatieproces niet slecht, zo blijkt



WINKELCENTRUM LES QUATRE TEMPS IN PARIJS FOTO: CORBIS

uit het jaarlijkse onderzoek van de vastgoedafdeling van KPMG. De investeringen zijn vorig jaar aanzienlijk toegenomen, net als in de kantorenmarkt en in woningen. Eigenlijk gaat het alleen slecht met het industriële vastgoed: fabriekspanden, loodsen en dergelijke.

Winkelpanden waren vorig jaar goed voor een kwart van alle investeringen in vastgoed. KPMG constateert een groeiende belangstelling van beleggers voor kwalitatief hoogwaardige winkelcentra op centraal gelegen locaties.

Unibail

Het grootste Europese vastgoedfonds, Unibail-Rodamco, heeft

een portefeuille van winkelcentra die volgens analisten de beste van Europa is. Winkeliers in de centra van Unibail boekten sinds 2007 een jaarlijkse omzetgroei van 2,4%, ruim boven het gemiddelde, dat in die periode per saldo nul was. De leegstand bij Unibail is slechts 2,5%. Het kroonjuweel in de portefeuille is Les Quatres Temps, een winkelcentrum in de wijk La Défense in Parijs met 200 winkels en verschillende restaurants, cafés en bioscopen. Les Quatres Temps wordt per jaar door 46 miljoen mensen bezocht.

De kwaliteit van de portefeuille zorgt ervoor dat het aandeel Unibail-Rodamco nooit echt goedkoop is. Momenteel doet het aandeel ruim 20 keer de winst die voor 2016 wordt verwacht, flink boven de gemiddelde koerswinstverhouding in de afgelopen tien jaar voor dit fonds. Omdat vrijwel de volledige winst wordt uitgekeerd als dividend heeft Unibail wel een aantrekkelijk dividendrendement. De € 9,70 die over 2015 werd betaald betekent een rendement van 4%. Maar vergeleken met andere vastgoedfondsen is 4% ook weer niet al te veel.

Midkapfonds Wereldhave heeft met een dividendrendement van

ruim 6% op dat front meer te bieden. Wereldhave is met winkelcentra in Nederland, Frankrijk, België en een in Finland wat minder internationaal gespreid dan Unibail, en ook de groeivoet van de huurinkomsten lag vorig jaar met 1,7% iets lager.

Wereldhave

De portefeuille van Wereldhave kent een bezettingsgraad van 93,8% (eind 2015) en Wereldhave is net als Vastned druk in de weer om de kwaliteit van de portefeuille te verbeteren. Het bedrijf kocht negen Nederlandse winkelcentra van het Franse Klépierre dat vorig jaar Corio opslokte. Vooral in dat ene Finse winkelcentrum (Itis) valt het tegen om voldoende goed betalende huurders te vinden. Er moest ruim € 13 mln op worden afgeboekt en het Finse object is in de etalage gezet. Een tegenvallende verkoopprijs zal nog een afboeking opleveren, wat de koers een knauw kan bezorgen.

Misschien is Vastned, dat ook in de Midkapindex van het Damarak zit, nog wel de beste keuze op dit moment. Het dividendrendement ligt met ruim 5% tussen dat van Unibail en Wereldhave in, maar de portefeuille van Vastned is al behoorlijk opgeschoond. De gemiddelde bezettingsgraad is met 97,9% (eind 2015) zonder meer hoog. Bij de panden die Vastned onder premium city high street shops schaarde is de bezetting zelfs 99,7%. Bij de huidige koers betalen beleggers zo'n 16 keer de winst die voor 2016 wordt verwacht. ■

BELEGGER FOCUST OP 'PREMIUM CITY HIGH STREET'

PATRICK BEIJERSBERGEN IS ECONOMOM
EN ANALIST VAN DE VERENIGING VAN
EFFECTENBEZITTERS.



PERIODIEK BELEGGEN: WAAR KAN JE TERECHT?

ONDERZOEK NAAR OPLOSSINGEN VOOR KLEINERE KLANT

For tomorrow, Fitvermogen, Prittle, Dexxi, Geld voor later – het aantal beleggingsplatforms groeit waarop kleine beleggers aan de hand worden genomen om vermogen op te bouwen. Zoek de verschillen.

TEKST BARBARA NIEUWENHUIJSEN

De rente op spaarrekeningen is laag, erg laag. Wie vermogen wil opbouwen voor een appeltje voor de dorst, een wereldreis, aflossing van de hypotheek, pensioen of de studie van de kinderen kan daarom tot de conclusie komen dat sparen misschien niet de beste keuze is. Maar als je dan besluit te gaan beleggen, waar kun je dan terecht met pakweg € 200 per maand als je het niet helemaal zelf wil doen?

Na invoering van het provisieverbod rondom beleggingsdienstverlening twee jaar geleden ontstond de angst dat 'kleine beleggers' het kind van de rekening zouden worden. Er moet nu immers direct betaald worden voor beleggingsadvies en de kosten hiervoor mogen niet meer in de vorm van provisie door product-

aanbieders worden betaald. Voor mensen met kleinere vermogens zou advies hierdoor wel eens te duur kunnen worden, waardoor het buiten hun bereik zou komen te liggen, was de vrees.

Robo-beheerders

Sindsdien zijn er in Nederland echter steeds meer laagdrempelige, al dan niet volledig geautomatiseerde beleggingsplatforms gelanceerd waarop je kunt aangeven waarvoor je vermogen wil opbouwen, hoeveel je wil inleggen – of hoeveel je op een bepaald

moment nodig hebt – en hoeveel risico je wilt nemen.

Fondshuis NN IP lanceerde Fitvermogen, een onlineomgeving waarop je zelf een portefeuille bestaand uit NN-fondsen kunt samenstellen of kunt kiezen voor een van de 'gemaksfondsen'. Vermogensbeheerder Today's lanceerde het platform For tomorrow. BinckBank maakte een doorstart met Fundcoach (voorheen een fondsenplatform van SNS) en voegde kort geleden ook een aantal totaaloplossingen toe aan het assortiment. ING kwam met Geld voor Later, vermogensbeheerder Indexus met online totaaloplossing Dexxi en Fundix werd overgenomen en omgevormd tot robo-beheerder Prittle.

De nieuwe initiatieven kwamen bij wat er al was. In 2012 lanceerde Robeco al RobecoOne en daarnaast bieden onder meer ABN Amro, Rabobank, SNS en Van Lanschot profielfondsen aan: beleggingsfondsen die zowel in

BONTE STOET VAN PLATFORMS VOOR KLANT BESCHIKBAAR

aandelen als obligaties beleggen volgens een redelijke vaste verdeling. Ze zijn er over het algemeen in vijf smaken – van defensief tot offensief. Waarbij de defensieve weinig in aandelen beleggen en de offensieve veel. Het neutrale profiel bevat door de bank genomen 50% aandelen en 50% obligaties.

ING bank is tot nu toe de enige partij in Nederland waarvan de traditionele vermogensbeheerportefeuilles gevuld met beleggingsfondsen van derden al beschikbaar zijn voor mensen die €1 willen inleggen. Bij de meeste andere banken is de minimale inleg voor deze portefeuilles veel hoger. Rabobank Beheerd Beleggen is er vanaf €80.000, ABN Amro Vermogensbeheer vanaf €100.000. Inmiddels heeft ook bank-verzekeraar Nationale-Nederlanden aangekondigd in het derde kwartaal met een vernieuwde vermogensbeheerpropositie voor particulieren te komen, bereikbaar voor wie €1000 in een keer of €50 periodiek wil beleggen. Omdat die nog niet beschikbaar is, valt deze propositie op dit moment echter buiten de scope van onze vergelijking.

Aan de hand genomen

Fondsnieuws heeft samen met de onafhankelijke vergelijkings-site Beleggingsmatch.nl onderzoek gedaan naar beleggingsoplossingen die werk voor klanten uit handen nemen, dus die bijvoorbeeld hulp bieden bij het bepalen van de risicobereidheid en de benodigde inleg om een bepaald doel te halen. Hier worden over het algemeen kosten voor in rekening gebracht. Wie hier geen hulp bij nodig heeft kan ook helemaal

De kosten

Overzicht van de kosten in jaar 1, 3, 5 en 10 bij een periodieke inleg van €200 per maand in een neutraal profiel. De kosten zijn niet cumulatief en exclusief de kosten voor een eventueel verplicht betaalpakket.

	jaar 1	3	5	10	Bedieningsvorm
Binck Fundcoach (Alles-in-1 Think)	2,78%	1,11%	0,78%	0,53%	Execution only
Fitvermogen	0,65%	0,65%	0,65%	0,65%	Execution only
SNS (profielfonds)	0,80%	0,80%	0,80%	0,80%	Execution only
For tomorrow	1,57%	1,24%	1,17%	1,12%	Execution only
Robeco One	1,35%	1,35%	1,35%	1,35%	Execution only
Van Lanschot (Kempen profielfonds)	1,30%	1,17%	1,14%	1,12%	Advies
ABN AMRO (profielfonds)	1,23%	1,23%	1,23%	1,23%	Advies
Pritle	0,72%	0,72%	0,72%	0,72%	Beheer
Rabo rendemix	1,56%	0,85%	0,82%	0,80%	Beheer
Geld voor later	1,46%	1,01%	0,92%	0,86%	Beheer
Dexxi	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	Beheer
ING beheerd beleggen	2,41%	1,96%	1,87%	1,81%	Beheer

Bron: Beleggingsmatch

GRAFIEK: KIM RAAD

'WIL JE HET ZELF DOEN, WIL JE ADVIES OF WENS JE BEHEER?'

zelfstandig een totaaloplossing in de vorm van een mixfonds kopen. Bijna alle fondsaanbieders hebben dit soort fondsen. Denk aan BNP Paribas, JPMorgan, Schroders, et cetera. Voor deze vergelijking zijn alleen de mixfondsen meegenomen die die onderdeel zijn van een retail dienstverleningsconcept, waarin de klant een totaaloplossing krijgt geboden.

Volledig passief

Wat opvalt, is dat een aantal platforms dat aan deze criteria voldoet, toch een execution only-vergunning heeft, een zelfbeleggen-vergunning. Dit wil zeggen dat de aanbieder in principe niet verantwoordelijk is voor de keuzes die de klant maakt en niet verplicht is gedurende de rit te blijven monitoren of het gestelde doel nog wel binnen bereik is en het risico binnen de gestelde bandbreedte. 'Bij het maken van een keuze moet je dus eerst bij jezelf nagaan of je wil dat de aanbieder medeverantwoordelijk is voor het maken van een bij jou passende keuze en zo nodig tussentijds bijstuurt (beheer) of jou adviseert dit te doen (advies)', zegt Stephan Fremlink, een van de mensen achter Beleggingsmatch.nl.

Een ander verschil is dat een aantal van de oplossingen volledig of overwegend in passieve indextrackers belegt: Pritle, Rabo Rendemix (sinds 2013), Dexxi, de Kempen profielfondsen aangeboden door Van Lanschot, de totaaloplossingen op Binck Fundcoach en Geld voor Later van ING.

De gemaksfondsen op Fitvermogen, de profielfondsen van ABN Amro, de hier vergeleken Beheerd beleggen-portefeuille van



BAS JACOBS



KEITH WADE
Schroders



DOMINIC ROSSI
Fidelity



PHIL POOLE
Deutsche AM

De wereldeconomie bevindt zich in een onzekere fase: deflatie ligt op de loer. Wat zijn de opties voor de overheid om dit te bedwingen? Wat betekent dit voor beleggers? Waar liggen de kansen en wat zijn de risico's?

Kom op 25 mei 2016 naar het Investment Forum, waar Bas Jacobs, hoogleraar openbare financiën en economisch beleid, zijn visie zal geven op de uitweg uit deze geldcrisis. Volg het aansluitende debat over de crisis en de oplossingen tussen topexperts Dominic Rossi (Fidelity), Keith Wade (Schroders) en Phil Poole (Deutsche AM).

SCHRIJF U NU IN!
www.investmentforum.nl

Een initiatief van:

Deutsche
Asset Management



Schroders



Fidelity
INTERNATIONAL

in samenwerking met:

fondsNIEUWS
een initiatief van de FD Mediagroep

ING en RobecoOne zijn (of bevatten) overwegend actieve fondsen of mandaten. De fondsen van Today's en SNS bevatten actieve en passieve fondsen, waarbij die van Today's ook optieconstructies en hefboomstrategieën bevatten 'om het risico te beperken', aldus Cees Smit van For tomorrow.

Van de producten in het overzicht bevatten die van ABN Amro, ING, Kempen, Pritle en Dexxi fondsen, trackers of mandaten van meerdere externe aanbieders, al bevatten die van Kempen ook een paar eigen fondsen. De meeste andere zijn huisfondsen of fondsen die doorbeleggen in eigen fondsen.

Wie kijkt naar de kosten (zie tabel) ziet dat deze over het algemeen afnemen naarmate het belegd vermogen groter wordt. Bij een inleg van €200 per maand in een neutraal profiel zijn de kosten in het eerste jaar bij Binck Fundcoach met 2,78% het hoogst, gevolgd door die van ING (2,41%) en For tomorrow (1,57%). Hierbij moet wel worden opgemerkt dat hier van ING de zogenoemde 'actueel strategie' in de vergelijking is opgenomen. De bank heeft ook goedkopere indexportefeuilles. ABN Amro profielfondsbeleggen behoorde tot voor kort ook tot een van de duurderen in de eerste jaren, maar schafte vorig jaar de minimumfee voor deze beleggingsvorm af. De goedkoopsten in jaar 1: Fitvermogen, Pritle en SNS.

'Je ziet dat vooral in het begin kosten een flinke hap uit het rendement kunnen nemen', zegt Freelink van Beleggingsmatch.nl.

Kijk je in jaar 10 (en een totale inleg van €24.000) dan is Binck Fundcoach het goedkoopste. Dat

Het rendement

Nettorendement in % op basis van een inleg van €12.000, belegd volgens een neutraal profiel. Nettorendementen zijn berekend op basis van de huidige kosten.

	2015	Gemiddeld 3 jaar	Gemiddeld 5 jaar
Fitvermogen	6,5%	10,2%	8,1%
ABN Amro (profielfonds)	8,8%	11,1%	8,0%
Rabo rendemix	4,4%	9,9%	6,7%
ING beheerd beleggen	4,0%	7,5%	5,9%
For tomorrow	2,9%	5,7%	5,8%
Van Lanschot (Kempen profielfonds)	4,8%	7,0%	5,8%
Binck Fundcoach (Alles-in-1 Think)	7,5%	8,6%	5,6%
Robeco One	-0,4%	5,1%	-
SNS (profielfonds)	3,9%	-	-
Geld voor later	-	-	-
Pritle	-	-	-
Dexxi	-	-	-

Bron: Beleggingsmatch

GRAFIEK: KIM RAAD

'VOORAL IN HET BEGIN KUNNEN DE KOSTEN STEVIG ZIJN'

komt doordat dit platform werkt met een servicefee van 0,15% over het belegd vermogen met een minimum van €60 per jaar en een maximum van €200 per jaar. Bij een relatief kleine inleg wegen fees met een vaste kostencomponent relatief zwaar. Wordt de inleg groter dan wordt de procentuele impact juist weer kleiner, helemaal als er ook een maximum aan deze kosten is gesteld.

Fitvermogen en ABN Amro

Wie kijkt naar de behaalde rendementen (zie tabel) valt op dat ABN Amro het goed doet met een rendement van 8,8% in 2015 en over vijf jaar gezien gemiddeld 8,0% per jaar. Vergeleken zijn hier de rendementen na kosten bij een inleg van €12.000. Dit komt neer op vijf jaar €200 per maand, zonder rekening te houden met behaalde rendementen onderweg. Wie dus net begint met periodiek inleggen, moet in de eerste jaren rekening houden met een iets lager rendement na kosten. Ook moet worden opgemerkt dat het hier vergeleken profiel 4 van ABN Amro een iets offensievere positionering heeft dan de neutrale profielen van de andere partijen. Fitvermogen behaalde in 2015 met 6,5% een wat lager rendement dan ABN Amro, maar blijft de bank over vijf jaar gezien net voor.

Beleggingsmatch wil geen voorkeur uitspreken. 'Het hangt ervan af wat iemands voorkeuren zijn', zegt Freelink. 'Maar ik denk dat het overzicht van de kosten in de eerste jaren voor velen een eyeopener zal zijn.'

BARBARA NIEUWENHUIJSEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

THEMA: OBLIGATIES



PRIJS VAN GRIJZE GOLF

De lage rente van dit moment is ook een bewijs van de grijze golf die van kracht is.

PAGINA 41-42



FLEXIBEL MANDAAT

In deze markt is een flexibel mandaat noodzaak, benadrukt BlackRock-strateeg.

PAGINA 48-49

EN VERDER

TOP 5 FONDSSEN

De top van flexibel en unconstrained.

PAGINA 43

LIVING ON THE WILD SIDE

Negatieve rente dwingt belegger risico te nemen omwille van rendement.

TEKST CEES VAN LOTRINGEN

Komt er een recessie of niet? Dat is de vraag die beleggers nu al enige tijd bezighoudt. De leerboeken zijn daarover helder: de wereldeconomie volgt de cyclus van herstel, hoogconjunctuur, afvlakking en recessie, net zoals de onwrikbare regelmaat van de seizoenen. Na een periode van ruim zeven jaar van herstel móét het verval wel inzetten.

Volgens Pimco gebeurt dat ook. Het Amerikaanse huis brengt ie-

der kwartaal een zogenoemde 'Cyclical Outlook' uit. Pimco spreekt hierin de verwachting uit dat de wereldwijde groei dit jaar vertraagt tot een bandbreedte van tussen de 2 en 2,5%. Dat duidt op een vertraging, want de wereldeconomie groeide in 2014 nog met 2,8% en in 2015 met 2,5%. Maar het risico op een recessie in de VS of in de wereldeconomie in de komende zes tot twaalf maanden is gering. 'Zeker kleiner dan waar de waarderingen op de aandelen- en bedrijfsobligatiemarkten op duiden', aldus obligatestrateg Andrew Balls.

Aegon Asset Management is het daar mee eens. Het Haagse

huis denkt dat er zelfs in de komende achttien maanden geen sprake zal zijn van een recessie, ondanks de onwrikbaar geachte wetten van de economische cyclus die nu al meer dan zeven jaar in herstel is. 'Daar kijken wij niet alleen naar. Wij kijken ook naar de fundamentals, dat wil zeggen naar parameters als bezettingsgraad, productie en de afbouw van de schulden', zegt Gerard Moerman, hoofd rente- en geldmarktbeleid.

De hand in het ondermijnen van de natuurwetten van de economie heeft de mens – om precies te zijn de centrale bankiers in Washington, Frankfurt en Tokio. Zij

hebben na de bijna-implosie van het kapitalistische stelsel in 2008 de handschoen opgepakt en middels draaiende geldpersen de financiële markten van onmisbare liquiditeit voorzien. Tegelijkertijd verlaagden de centrale banken – in casu die van Japan en de eurozone – de rente naar 0%. Beoogd werd daarmee bedrijven en huishoudens aan te zetten tot investeringen en consumptie. Dat lukt maar beperkt, waarschijnlijk omdat er een breed onbehagen is over het surrealistische karakter van het centralebankbeleid en over dat wat de toekomst in petto heeft.

Van dit beleid hebben beleggers geprofiteerd. Het opkopen van staatsobligaties in combinatie met een dalende rente zorgden ervoor dat er mooie rendementen werden behaald op schuld papier. Maar het kan zijn dat de rekening voor dat feest nu betaald moet worden, waarschuwt Moerman. 'De rente is negatief, de curve is niet meer zo steil en de couponrente geeft beleggers ook geen buffer meer.'

Voor veel professionele partijen is dat reden om op zoek te gaan naar beter renderende alternatieven. 'Search for yield' heet de risicovolle zoektocht naar rendement. Zo lanceert Aegon AM eerdags een nieuws fonds dat in staatsge-

garandeerde leningen belegt. 'Het gaat vooral om sociale woningbouw, omdat het gros van de leningen minder liquide is krijg je een extra premie van 80 basispunten boven staatspapier.' Ook andere partijen wijken uit naar alternatieven, zoals onderhandse mkb- en hypotheekleningen, maar ook hedgefondsen en high yield trekken veel nieuw geld aan.

Het grootste gevaar

Steven Maijor, topman van de Europese toezichthouder op de financiële markten (Esmā), waarschuwt dat 'de discipline onder beleggers afneemt' en dat de 'aanhoudend lage rente hen verblindt voor de risico's die ze nemen in de jacht op meer rendement.' Volgens Maijor, zo verklaarde hij in het FD, is dit 'het grootste gevaar' dat de markten thans bedreigt.

Jammer dat hij niets zei over wie dat 'grootste gevaar' veroorzaakt heeft, want dat zijn toch politiek en centrale banken geweest

die met deregulering, liberalisering en een accommoderend rentebeleid tot hogere marktrisico's, kredietleningen en dito schulden hebben aanzet.

Volgens Moerman van Aegon AM en Balls van Pimco schroeven professionele beleggers nu hun risico's juist terug. Maar die risico's zijn volgens hen andere dan de search for yield-producten waar de Esmā voor vreest. Het rendement op staatsobligaties kan in de komende maanden negatief zijn. Moerman: 'Als de rente bijvoorbeeld met 1% stijgt, dan bedraagt het verlies op de portefeuille pakweg 7%. Veel beleggers houden rekening met dit scenario. Sterker nog, voor pensioenfondsen zou dit zelfs gewenst zijn, omdat de waarde van de verplichtingen dan nog harder daalt.'

De Amerikaanse centrale bank heeft bevestigd dat zij de rente dit jaar slechts met twee rentestappen van ieder 25 basispunten wil verhogen. Dit wijst erop dat zowel de

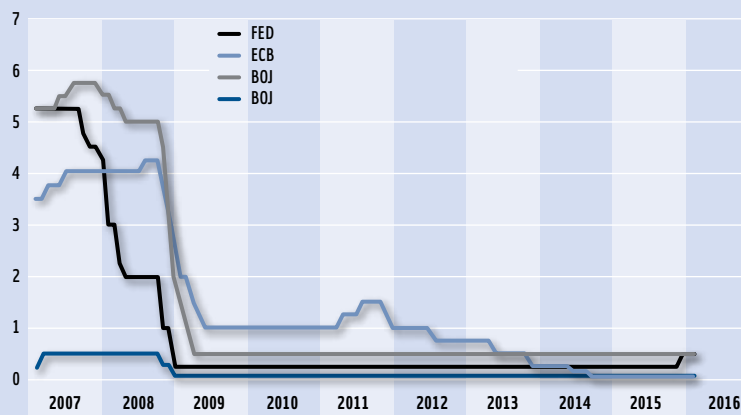
**'DE LAGE
RENTE
VERBLINDT
BELEGGERS
VOOR RISICO'S**



2015, PROTEST BIJ HOOFDKANTOOR ECB. FOTO: HOLLANDSE HOOGTE

Race to the bottom

Officiële rentetarieven bewegen naar negatief territorium



Bron: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Asset & Wealth Management Investment GmbH; as of 03/2016

GRAFIEK: KIM RAAD

Amerikaanse als de Europese en de Japanse centrale banken meer 'dovish' zijn dan tot dusver werd aangenomen. Dankzij dat beleid hebben de financiële markten van de zware correctie van de eerste weken kunnen herstellen, stelt strateeg Justin Knight van UBS, maar toch doen de obligatiemarkten volgens hem niet wat men ervan verwachtte. Er wordt rekening gehouden met een nog expansiever monetair beleid.

Monetarisering beleid

Hoofdeconoom Eric Praet van de ECB heeft tot schrik van de markten recent al de hypothese van 'helikoptergeld' op tafel gelegd: iedere burger krijgt grofweg €5000 gratis, met het doel de consumptie te stimuleren. Dit wordt nu door beleidsmakers als een 'ultimum remedium' ingebracht om de natuurwetten van de economie naar de hand te kunnen zetten. Het helikoptergeld kan worden uitgestrooid als de eurozone in een deflatoir moeras dreigt te verzinken.

Moerman denkt dat het zo'n vaart niet loopt. 'Er zijn nog meer stappen te nemen voor het zover is. De ECB kan het opkoopprogramma uitbreiden en verlengen.'

Wat de ECB volgens hem doet, is het kopen van tijd. 'Daardoor kan de economie herstellen.' Maar geeft hij toe, 'wat we nu veel te weinig zien, is lokale discipline en structurele hervormingen'. En hoewel Brussel aanbevelingen van herstructureringen doet, die bijvoorbeeld in Ierland bijzonder goed zijn aangeslagen, nemen landen als Italië ze te beperkt over.

Door het uitblijven hiervan

**'WE ZIEN
TE WEINIG
DISCIPLINE
EN TE WEINIG
AANPASSING'**

neemt de effectiviteit van het beleid van de ECB af en laadt president Mario Draghi langzaam maar zeker de verdenking op zich dat hij vooral de belangen van Zuid-Europa in het vizier heeft. In Noord-Europa, met zijn overschotten op de lopende rekening en zijn strafere begrotingsbeleid, leidt dat toenemend tot irritatie.

Zo verklaarde Axel Weber, de voormalige Bundesbank-president, dat de ECB en de politiek van de 'oplossing het probleem zijn geworden'. De tijd die de ECB koopt, gebruikt de politiek niet om op structurele aanpassingen in te zetten. Hij vreest dat Europa blijft 'doormodderen' en dat heeft vooral te maken met het feit dat het beleid in Europa te monetair gericht is – en daardoor te eenzijdig. 'Europa moet doelgericht zijn. We moeten hervormen. Dat doet op de korte termijn pijn, maar levert op termijn groei en banen op.'

Weber pleit een structureel aanpassingsbeleid in combinatie met een EU-breed immigratiebeleid met quota. Dat laatste is nodig in antwoord op de vergrijzing. Vóór de crisis was er nog sprake van een groei van de beroepsbevolking van 7%, nu is dat -7%. Dat drukt productiviteit en economische groei. 'In 5 tot 10 jaar wordt het groeioprobleem bij ongewijzigd beleid alleen maar groter.'

De weg die nu echter is ingeslagen is een monetarisering van de politiek met steeds verder dalende rentes, zegt Weber. 'Naarmate dat langer duurt, wordt het alleen maar erger en moeilijker om eruit te komen.'

CEES VAN LOTRINGEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

DE GRIJZE GOLF DRUKT RENTE EN PENSIOENPOT

VOOR PENSIOENFONDS STEEKT 'PERFECT STORM' OP

Pensioenfondsen worstelen met de gevolgen van het ECB-beleid. Wat kunnen ze gezien de extreem lage rente nog met hun obligatieportefeuille doen en in hoeverre heeft renteafdekking nog zin?

TEKST MIRANDA SCHOUTSEN

En steeds grotere groep economen en beleggers wijst de westerse demografische trends aan als de indicator van een langdurig lage rente. Dat geldt ook voor Marie-Anne Allier, hoofd van het euro-obligatie-team bij Amundi. 'De ouder wordende bevolking zorgt voor aanhoudend lage groei. Oudere mensen geven minder uit. Ze hebben ook geen inflatie nodig, dat is helemaal niet goed voor hun spaargeld.' En dat heeft logischerwijs gevolgen voor het pensioen, stelt ze. 'Een pensioenpot rendeert niet met 3% wanneer de economie nog niet eens met 1% groeit.' Wen daar maar aan, is dus haar boodschap.

De autoriteiten willen absoluut een deflationaire spiraal voorkomen, vervolgt ze. 'De Europese Centrale Bank koopt tijd voor politici om structurele



MARIE-ANNE ALLIER

hervormingen door te voeren. Doen ze dat niet, dan zouden de problemen voor verzekeraars en pensioenfondsen nog veel groter zijn', meent de obligatiemanager. 'Helaas levert dat bijkomende schade op in de vorm van negatieve rentes.'

Dat pakt voor pensioenfondsen op drie manieren heel nadelig uit. Het verhoogt de waarde van toe-

komstige verplichtingen, maakt de inkoop van pensioen dat nu wordt opgebouwd duurder en drukt het huidige beleggingsrendement. En dus proberen de pensioenfondsen extra rendement te behalen door de beleggingen op allerlei manieren aan te passen.

Binnen de obligatieportefeuille kan dat bijvoorbeeld door staatsobligaties van eurolanden met een lagere rating te kopen, geeft Lorraine van Lieshout, risicoconsultant bij Ortec Finance aan. 'Dat levert enkele tientallen basispunten op. Maar indien de landenspreads oplopen naar niveaus als in 2012, kan dat met forse verliezen gepaard gaan', waarschuwt ze.

Ook is het mogelijk in leningen met een langere looptijd te beleggen of kredietrisico toe te voegen. Maar de termijnpremie is relatief laag doordat de rentecurve vrij vlak is. En de spread of de vergoeding voor kredietrisico op bedrijfsleningen, oftewel credits, is ondanks de stijging in

de eerste maanden van dit jaar nog steeds klein. 'Meer dan 50% van de credits biedt een yield van minder dan 0,5%', stelt Amundi vast in een recente research paper. Terwijl ook hier het risico bestaat dat de spreads bij paniek ineens fors toenemen, merkt Van Lieshout op. 'In 2008 bedroeg de premie voor "investment grade" bedrijfsobligaties bijna 5%. Mocht de spread weer naar dat niveau stijgen, dan zou dat in deze categorie tot aanzienlijke prijsdalingen leiden.'

Illiquide beleggingen

Een interessant alternatief voor pensioenfondsen vormen illiquide beleggingen als private debt, hypotheke en infrastructuur. Zowel Ortec als Amundi signaleert hiervoor een toenemende interesse. Deze verschuiving leidt wel tot meer risico in de obligatieportefeuille. Een pensioenfonds dat deze route volgt, heeft daarvoor niet alleen beleggers met andere kennis en vaardigheden nodig maar ook meer behoefte aan risicomangers, juristen en compliance-deskundigen, stelt de obligatiemanager van Amundi. 'Dat geldt ook voor ons als vermogensbeheerders.'

Toch moeten we volgens Allier niet te veel verwachten van een diversificatie van de obligatieportefeuille. 'Uiteindelijk kun je het rendement daarmee slechts marginaal verbeteren.' Gezien de huidige inflatie ligt een normaal obligatierendement tussen de 0 en 1%, geeft ze aan. 'Langetermijnrendementen bestaan uit inflatie plus een premie. Nou is het de vraag of die premie negatief zou moeten zijn. Maar het is ook



LORANNE VAN LIESHOUT

niet realistisch te verwachten dat een obligatie 5 tot 6% oplevert.'

Gevoeligheidsanalyse

Volgens Ortec Finance-consultant Van Lieshout is het voor pensioenfondsen vooral belangrijk inzicht te verkrijgen in alle mogelijke economische scenario's. Want hoewel veel economen rekening houden met een langdurig lage rente, ziet deze risicoconsultant ook nog veel economen die een plotselinge stijging van de rente niet uitsluiten. 'Kijk naar Amerika waar de rente een stuk hoger ligt. Als de ECB zou stoppen met haar ruime beleid, dan kan het hier ook

**'IN HOEVERRE
HEEFT HET
AFDEKKEN
VAN RENTE
NOG ZIN?'**

snel over zijn met de lage rente.'

Pensioenfondsen zouden daartoe verschillende wereldbeelden kunnen formuleren waarmee gevoeligheidsanalyses kunnen worden verricht. 'Het is belangrijk te weten wat de impact is van de verschillende beleidslijnen', onderstreept Van Lieshout. 'En als het verwachte scenario niet uitkomt, moet je dat ook aan deelnemers kunnen uitleggen.'

Uiteindelijk weten pensioenfondsen precies wat de meest bepalende factor is voor de dekingsgraden. En dat is naast de rentestand, de hoogte van de bescherming tegen het renterisico dat ze lopen. Deze renteafdekking kan bestaan uit het afstemmen van de looptijd van obligaties op de toekomstige uitkeringen maar gebeurt meestal grotendeels met behulp van derivaten. Van Lieshout: 'Fondsen die nu een lage dekingsgraad hebben, hadden een lage renteafdekking en andersom. Gezien het huidige renteniveau is dus de vraag: in hoeverre heeft de renteafdekking nog zin?'

Dat betekent niet dat een verwachting dat de rente gaat stijgen automatisch tot afbouw van de renteafdekking moet leiden, geeft de risicoconsultant aan. 'Dat is pas interessant als de rente verder stijgt dan wat de markt momenteel verwacht. Op dit moment hebben de marktprijzen voor de komende 10 jaar een rentestijging van 0,5% ingecalculeerd. Omdat veel fondsen verwachten dat de rente sterker zal stijgen, is dat aanleiding om de rentebeschermt te verlagen.' ■

MIRANDA SCHOUTSEN IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.

TOP 5 OBLIGATIEFONDSEN

'UNCONSTRAINED' LIJKT HET EI VAN COLUMBUS

Beleggen zonder beperkingen of benchmarks: dat is de belofte van unconstrained obligatiefondsen. Maar hoe doen ze het qua rendement?

TEKST HARM LUTTIKHEDDE

Een flexibele strategie met toegang tot alle delen van het vastrentende universum is volgens velen het antwoord op de ultralage rentes op veel staatsobligaties. Want, zo is de gedachte, op een dag zullen die rentes weer oplopen en zullen de meer traditionele fondsen rake klappen krijgen.

Aan kop in deze top 5 gaan twee fondsen van het befaamde duo Paul Read en Paul Causer van Invesco. Samen zijn ze verantwoordelijk voor het vastrentende team en beheren ze een aantal fondsen.

Morningstar schreef eerder over hen: 'We hebben veel waardering voor dit ervaren duo dat al meer dan twintig jaar samenwerkt bij Invesco. Ze steunen op een klein maar ervaren team. De beheerders beleggen zelf ook in het fonds, waardoor hun belangen ons inziens nog meer gelijklopen met die van de beleggers.'

In 2013 werden ze door de fondsenvergelijker bekroond tot Europees fondsmanager van het jaar in de categorie 'obligaties'.

Ondanks het goede trackrecord

Top 5 wereldwijde obligatiefondsen, flexibel, euro hedged

Totaalrendementen t/m maart, geannualiseerd en gerangschikt op vijfjaarsbasis

FONDS	ytd	3 jaar	5 jaar	5 jaar	std. dev.
Invesco Global Unconstrained Bond Fund	0,72	3,72	6,91	10,82	
Invesco Global Total Return Bond Fund	-0,52	2,96	4,90	7,71	
Pimco Diversified Income Fund	3,00	1,39	4,55	5,59	
Julius Baer Credit Opportunities Bond Fund	2,84	2,16	3,76	5,13	
Schroder Strategic Credit Fund	0,85	3,01	3,72	3,56	

Bron: Morningstar

HOLLANDE HOOGTE

zijn de Invesco-fondsen niet opgenomen in de FN Universe van meest geadviseerde beleggingsfondsen en etf's in Nederland. Dat geldt ook voor de andere fondsen in de top 5, of welk fonds met 'unconstrained' in de naam dan ook. Kennelijk zijn dergelijke fondsen moeilijk in te passen in breed gespreide modelportefeuilles van banken.

Staatsobligaties

Op rendement hebben de fondsen zich bovendien nog niet overtuigend weten te onderscheiden. Op vijfjaarsbasis zijn er tal van obligatiefondsen die het beter hebben gedaan en wél bij de grootbanken op

het schap liggen.

De beste performance is afkomstig van twee fondsen die beleggen in staatsobligaties met een zeer lange looptijd: iShares Euro Government Bond 15-30 yr ETF en Delta Lloyd Sovereign XLT Bond Fund (+13%, peildatum 7 april). Ook 'year to date' staan ze bovenaan.

Een hogere duration betekent echter meer risico. Beleggers die nu nog instappen, zullen dus wel erg zeker van hun zaak moeten zijn dat de rente nog verder daalt, of in elk geval niet stijgt. ■

HARM LUTTIKHEDDE IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.



Alternatives **4** children



Support Children all over the world
and get connected with
the financial community.

Make a difference where it really matters.
Join us now.

info@a4c.nl
www.a4c.nl

GROENE OBLIGATIES WINNEN SNEL TERREIN

CATEGORIE VOORAL IN TREK VANUIT RISICOPERSPECTIEF

Een technologische revolutie moet de wereld uit de huidige crisis trekken. Van de uitgifte van zogenoemde impact bonds als financieringsbron wordt in dat kader veel verwacht.

TEKST HARM LUTTIKHEDDE

De beleggingssector heeft een nieuwe weg ingeslagen. Een waarin duurzaamheid een integraal onderdeel is van het proces. Dat geldt voor obligaties niet minder dan voor aandelen. Groene obligaties, of green bonds, zijn in dat kader het bekendste voorbeeld. De opbrengst met de uitgifte ervan wordt gebruikt voor de financiering van projecten die het milieu ontlasten.

Er zijn meer van dit soort impactobligaties, zoals klimaatobligaties, environmental (awareness) bonds en social impact bonds. Te denken valt daarnaast aan bedrijfsleningen uit ontwikkelingslanden. Sommige van deze obligaties hebben echter meer kenmerken van een verzekering of prestatiecontract, wat ze als alternatief voor een traditionele obli-

gatie met een vaste coupon ongeschikt maakt. Groene obligaties, die steeds vaker door bedrijven worden uitgegeven, kennen dat probleem niet.

De markt voor groene obligaties begint dan ook serieuze vormen aan te nemen. Dit werd onlangs bevestigd door Apple. Het bedrijf haalde in februari \$ 1,5 mrd op bij beleggers, een nieuw record. Op de obligaties met een looptijd van zeven jaar betaalt de maker van de iPhone 2,85% rente.

Voor het hele jaar verwacht kredietbeoordelaar Moody's dat

**'GOVERNANCE
EN RISICO
VAN CLAIMS
SPELEN EEN
HOOFDROL'**

de uitgifte van groene obligaties door de grens van \$50 mrd gaat. Verschillende fondshuizen vinden de markt nu volwassen genoeg voor specifiek hierop gerichte producten. Met de introductie van de Barclays MSCI Green Bond Index is er sinds vorig jaar bovendien een belegbare index.

Standaard ontbreekt

Kritiek op groene obligaties is er ook, die vooral te wijten is aan het ontbreken van standaarddefinities voor het predicaat 'groen'. Consultant KPMG waarschuwde daarom onlangs dat de geloofwaardigheid van groene obligaties wordt bedreigd en roept de sector op zichzelf te reguleren.

Ondanks dit alles associëren de meeste particulieren duurzaam beleggen nog altijd vooral met aandelen. Het uitsluiten van activiteiten of sectoren, het filteren op duurzaamheidsscores, themafondsen en engagement zijn hier gemeengoed.

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

WIJ KUNNEN DAARVOOR ZORGEN.



► 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. is een dochteronderneming van Natixis, beheermaatschappij van een aantal gespecialiseerde investeringsmanagers en distributeurs wereldwijd, waaronder bovengenoemde partners. De dochterondernemingen op het gebied van vermogensbeheer van Natixis Global Asset Management die in deze publicatie worden genoemd, zijn uitsluitend actief in en vanuit de landen waarin ze daartoe gelicentieerd of geautoriseerd zijn.

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.

Duurzaam beleggen in aandelen is dan ook verder ontwikkeld, zegt onder meer State Street Global Advisors. Dat beeld zou ook af te leiden kunnen zijn uit de oproep van Rabobank aan fondshuizen om meer duurzame obligatietrackers te lanceren, omdat de spoeling nog te dun zou zijn.

Voorbij de financiële kant

Bij Aegon Asset Management zien ze dat anders. Als belegger in hoofdzakelijk vastrentende waarden staat duurzaamheid er al tien jaar op de radar, helemaal sinds de financiële crisis in 2008. 'Wel leggen we de accenten net iets anders', zegt hoofd rente en geldmarkten Gerard Moerman. Hij benadert het thema vooral vanuit risicoperspectief. 'Als obligatiebelegger zijn wij vooral gericht op de neerwaartse risico's. Wat kan ervoor zorgen dat de uitgevende instelling haar coupon niet meer kan betalen? Daarbij spelen governance en het claimrisico de grootste rol.'

Aegon AM is naar eigen zeggen zeker niet de enige obligatiebelegger die criteria op het gebied van mens, milieu en bestuur (ESG-criteria) naast financiële aspecten is gaan meewegen bij het nemen van beleggingsbeslissingen. Moerman: 'Wat dat betreft kun je spreken van een omslag in de markt.'

Wel erkent hij dat in diezelfde markt, en dan vooral onder institutionele beleggers, men lang heeft geworsteld met de vraag: 'Hoe pakken we dat bij staatsobligaties aan?'

'Traditionele kredietbeoordelaars belichten alleen de financiële kant van de zaak', verklaart Moerman. 'Rusland bijvoorbeeld. Dit land is sterk afhankelijk van de



FOTO: HOLLANDSE HOOGTE

inkomsten uit olie en gas, terwijl er nauwelijks oog was voor de politieke structuur, mensenrechten of corruptie. Om die reden hield het land heel lang de status van investment grade. Totdat de sterk gedaalde olieprijs plotseling noopte tot forse afwaarderingen.'

Inmiddels zijn er partijen die in dit gat gesprongen zijn, zoals MSCI. 'Hun rating geeft een veel breder beeld en is hierdoor stabiel. En juist als obligatiebelegger wil je zoveel mogelijk volatiliteit ontwijken.'

**APPLE
HAALDE MET
GREEN BOND
\$ 1,5 MRD OP
TEGEN 2,85%**

Ten aanzien van bedrijfsobligaties lijkt de aanpak op het gebied van duurzaamheid veel op die van aandelen. Door te werken met een uitsluitingslijst en actief de dialoog op te zoeken, kan een veiligheidsmarge worden ingebouwd.

Jaknikkers

Ook hier vertrouwt de assetmanager op data van MSCI. Liberty Global, het moederbedrijf van onder andere Ziggo, is daar een goed voorbeeld van, zegt Rinse Boersma, portfoliomanager in het credit-team. 'De analisten van MSCI vinden dat 'cable cowboy' John Malone, de topman van het bedrijf, te veel omringd wordt door jaknikkers en erg opportunistisch is in de overname- en fusie markt. Daar houden we met onze exposure zeker rekening mee.'

Net als de markt stelt ook Aegon AM continu stappen te zetten op het gebied van maatschappelijk verantwoord beleggen en impactbeleggen. Zo hanteert het voor Aegon Nederland, zijn grootste klant, nu naast een minimale kredietrating ook een minimale ESG-rating.

Deze maand wordt een nieuwe propositie gelanceerd waarin beleggingen met veel impact centraal staan. 'We richten ons op de sociale huizenbouw in Nederland en staatsgegarandeerde leningen, zoals voor windmolenparken', zegt Harald Walkate, bij de Haagse assetmanager hoofd verantwoord beleggen. 'Deze obligaties zijn minder liquide, maar bieden een hogere premie. Daarmee komen we tegemoet aan de wensen van onze klanten.'

OBLIGATIEBELEGGER HEEFT NU FLEXIBILITEIT NODIG

BLACKROCK-STRATEEG OVER LEVEN TUSSEN HOOP & VREES

Beleggers in Europese obligaties staan momenteel voor grote uitdagingen. BlackRock probeert beleggers meer ruimte te bieden door de introductie van zogenoemde relative value-strategieën.

TEKST ANTON REIJINGA

Michael Krautzberger, hoofd van het team dat bij BlackRock verantwoordelijk is voor de euro-obligatiefondsen, schetst hoe hij de markt de laatste jaren heeft zien veranderen. Toen hij 22 jaar geleden zijn carrière als belegger in vastrentende waarden begon, stond wat toen nog als de risicovrije rente werd gezien op pakweg 5%. 'Nu noteert 40% van de euro-staatsleningen een negatief rendement. Wie zoekt naar een rendement van boven de 4%, vindt dit alleen nog in high yield en opkomende markten.'

Daarbij is van een risicovrije rente eigenlijk niet meer te spreken – de beweeglijkheid is alleen maar toegenomen. 'De spreadmarkt springt van het ene scenario naar het andere', zegt Krautzberger over het sentiment dat volgens hem het best te typeren is 'als tussen hoop

en vrees'. Liquiditeit is intussen ook niet meer wat het geweest is en de politieke risico's in Europa stapelen zich op. Een uitweg lijkt er niet te zijn, want de correlaties tussen beleggingscategorieën staan op historische hoogten.

Verkrappingscyclus

'Vanuit het perspectief van de eindklant is het: laag rendement bij hoge volatiliteit', schetst de fondsmanager de sombere conclusie die beleggers geneigd zijn te trekken. Echter, hij is tevens de eerste om erop te wijzen dat beweeglijkheid van de markten ook kansen voor

actieve managers biedt. 'Volatiliteit is wat je als koper juist nodig hebt.'

Als voorbeeld van een ommezwaai in de markt noemt hij de verkrappingscyclus van de Federal Reserve. 'Zo verwachtte de markt eerst vijf achtereenvolgende rentestappen, nu zijn het er nog hooguit twee.' Al dan niet met gebruikmaking van derivaten, kan geprofiteerd worden van een dergelijke afvlakking van de curve door obligaties met een korte looptijd long en langere looptijd short te gaan – wat in vaktermen ook wel wordt genoemd een curve steepener.

Zelfs Krautzberger – volgens Morningstar een van de beste managers op dit gebied – heeft niet de illusie dat hij altijd goed zit met dit soort trades. 'We zetten niet in op een paar ingevingen die het hele jaar moeten goedmaken, maar doen uiteenlopende middelgrote transacties, zelfs op dingen waar we minder zeker van zijn', legt hij uit. Het doel dat hem hierbij voor ogen staat, is het leveren van een consistente outperformance. 'Het

**'OOIT WAS
ER EEN
WERELD MET
RISICOVRIJE
RENTE VAN 5%'**



MICHAEL KRAUTZBERGER FOTO: MORNINGSTAR

lijkt op hoe 'absolute return'-strategieën werken.'

Binnen BlackRock worden deze strategieën onder de noemer 'relative value' geschaard. Aan de ene kant staan traditionele strategieën. Dit zijn strategieën gericht op selectie op basis van duratie, kredietkwaliteit en valuta. Aan de andere kant staan die op basis van relative value. Deze richten zich op relatieve verschillen tussen landen, sectoren en instrumenten; tussen segmenten in kapitaalstructuren; tussen yields en spreads; en tussen manieren waarop posities worden opgebouwd.

Off-benchmark

Het grote aantal off-benchmarkposities vraagt om een flexibel mandaat. BlackRock meet de potentiële toegevoegde waarde van de posities, die onder de deelstrategieën worden aangegaan, en ziet erop toe dat ze voldoende gespreid zijn. Daarbij let het fondshuis erop niet te groot in te zetten op zogenoemde crowded trades – dergelijke

posities zijn moeilijk terug te draaien. Vroeger letten eindbeleggers vooral op zaken als de tracking error en waren ze kritisch over de omzet binnen de portefeuille. 'Nu zijn ze hier veel geruster over', wijst Krautzberger.

Een voorbeeld van wat hij als een relatieve verkeerde prijsstelling ziet, deed zich voor in Italiaanse staatsobligaties. Bij de aankondiging van meer stimulering door de Europese Centrale Bank (ECB) zei Mario Draghi dat na een periode van inflatie onder de officiële doelstelling de geldontwaarding er wel eens een tijdje boven zou kun-

nen liggen. Krautzberger zag dit als nieuw bewijs dat de markt te laag zit met de verwachting dat de komende 10 jaar de inflatie ruim onder de ECB-doelstelling zal blijven.

Inflatielinkers

De Italiaanse overheid is een van de uitgevers van inflatiegeïndexeerde obligaties. De vierjaarsstaatsobligatie biedt een rendement van 40 basispunten per jaar en de geïndexeerde tegenhanger 15 basispunten plus inflatie. 'Je speelt dus quitte als de inflatie 25 basispunten bedraagt', rekent Krautzberger voor. In de benchmark zit veel vierjaarspapier, voegt hij eraan toe. 'Hiervan hebben we wat vervangen door geïndexeerde obligaties.'

Gevraagd om meer voorbeelden noemt hij nog een paar algemenere ideeën. Zo kunnen verschillen tussen het tienjaars Italiaanse en Spaanse papier gespeeld worden. Met tegengestelde posities in bijvoorbeeld SocGen en JP Morgan wordt het banksectorrisico geneutraliseerd, maar kan geprofiteerd worden van het yieldverschil.

Het team van Krautzberger, bestaande uit zo'n negen man met verschillende nationaliteiten en niveaus van ervaring, heeft nu circa €22 mrd onder beheer. Morningstar roemde bij de nominatie voor een Nederlandse Fund Award als beste obligatiemanager van afgelopen jaar, het feit dat het euroobligatiefonds al vijf jaar op rij in het beste kwart van de ranglijst staat. 'We streven naar een constante prestatie, deze nominatie is een bevestiging voor ons.' ■

**'IN SPELEN OP
VERSCHILLEN
IN RENTE
LEVERT
GELD OP'**

ANTON REIJINGA IS REDACTEUR VAN
FONDSNIEUWS.

Verruimende middelen zijn niet goed voor Nederland

AUKE PLANTINGA: FINANCIER STELSEL MET TIJDELIJK HOGERE PREMIES VOOR DE ACTIEVEN

Het ruime monetaire beleid van de ECB zet al geruime tijd de rente onder sterke druk. Dit geeft grote problemen voor de financiële sector, vooral omdat consumenten en beleggers moeite hebben met lage en negatieve rentes. Sparen loont nauwelijks en ook beleggen in obligaties is een zo goed als zinloze activiteit. Alleen beleggingen in aandelen geven nog een klein positief rendement. Het gemiddelde aandeel wereldwijd (MSCI World) leverde over de afgelopen 10 jaar zo'n 2,08% per jaar op. Historisch gezien erg laag, maar in ieder geval nog positief.

De malaise op de vermogensmarkt is voornamelijk te wijten aan een overschot aan financieel kapitaal. Dit komt min of meer overeen met de analyse van de ECB, die probeert de consumptie aan te zwengelen. En voor de onbalans tussen Noord- en Zuid-Europa zou het dan mooi zijn als de Noord-Europeanen meer zouden consumeren. We zouden dan wat in kunnen teren op ons financieel kapitaal, en daarmee de economie van de Zuid-Europeanen kunnen aanjagen.

Het medicijn van de ECB blijkt echter geen wondermiddel, en heeft nogal wat bijwerkingen, met name ook in Nederland. Door de lage rente staan de dekkingsgraden van de pensioenfondsen onder druk, waardoor de neiging bestaat om de pensioenpremie te verhogen. Een hogere premie betekent nog meer sparen, en minder consumeren. Dit is dus precies het omgekeerde van het beoogde beleid. Daarnaast komt nog dat Nederlanders door de voorstuimerende economische crisis, en de dreiging van een nieuwe crisis erg voorzichtig zijn geworden. Ondank de extreem lage spaarrente, hebben we enorme bedragen op onze spaarrekeningen staan. Deze dienen allemaal het voorzorgsmotief, en



FOTO: CORBIS

zijn een verzekeringspremie tegen alle risico's waaraan we bloot staan. En zoals bij alle verzekeringsproducten zijn we dan vaak bereid om een verzekeringspremie te betalen.

Wat dat betreft is het voorstel van Jean Frijns om een sterker gewicht aan het omslagstelsel in de financiering van pensioen toe te kennen een goed idee. Men zou het bedrag dat pensioenfondsen bij ongewijzigd beleid zouden moeten korten tijdelijk via een omslagstelsel kunnen laten financieren door de actieven via een hogere premie.

Het eerste voordeel van het financieren op basis van omslagstelsel is dat de premie veel minder verhoogd hoeft te worden. We hoeven

namelijk niet meteen de premie te verrekenen voor alle jaren in de toekomst waarin we voorspellen dat de rente te laag is, zoals dat nu gebeurt. Het tweede voordeel is dat er geen geld aan de economie onttrokken wordt om vervolgens in een niet-rendende kapitaalmarkt te investeren. Bovendien brengt het meer rust op het pensioenfront. De uitkeringen staan niet iedere keer opnieuw ter discussie, en de extra premie is beperkt. Dit vermindert het risicogevoel. En mocht de situatie nog heel lang negatief blijven, dan kunnen we alsnog uitkeringen gaan verlagen.

Nu zal een dergelijke ingreep in het Nederlandse pensioenstelsel er niet toe leiden dat het ECB-beleid opeens wel effectief zal zijn. Hiertoe moet vooral het gevoel van onzekerheid weggenomen worden. Dit is lastig: het zwakke monetaire beleid is vooral een bewijs van de zwakke politieke eenheid van Europa. ■

AUKE PLANTINGA IS UNIVERSITAIR HOOFDDOCENT AAN DE RIJKSUNIVERSITEIT GRONINGEN.





LIQUIDITEIT

EXPERTISE

PRESTATIEGERICHT

SPDR® ETF's: BOUW EEN VOORSPRONG OP

Echt rendement vraagt om het juiste investeringsvehikel en een team van wereldklasse. SPDR ETF's bieden een liquide en kostenefficiënte manier om uw doel te bereiken. Investeer bij een wereldleider in passief beleggen.

Schakel een versnelling hoger met SPDR ETF's op sldrseurope.com

STATE STREET
GLOBAL ADVISORS
SPDR®

Complexiteit biedt
mogelijkheden

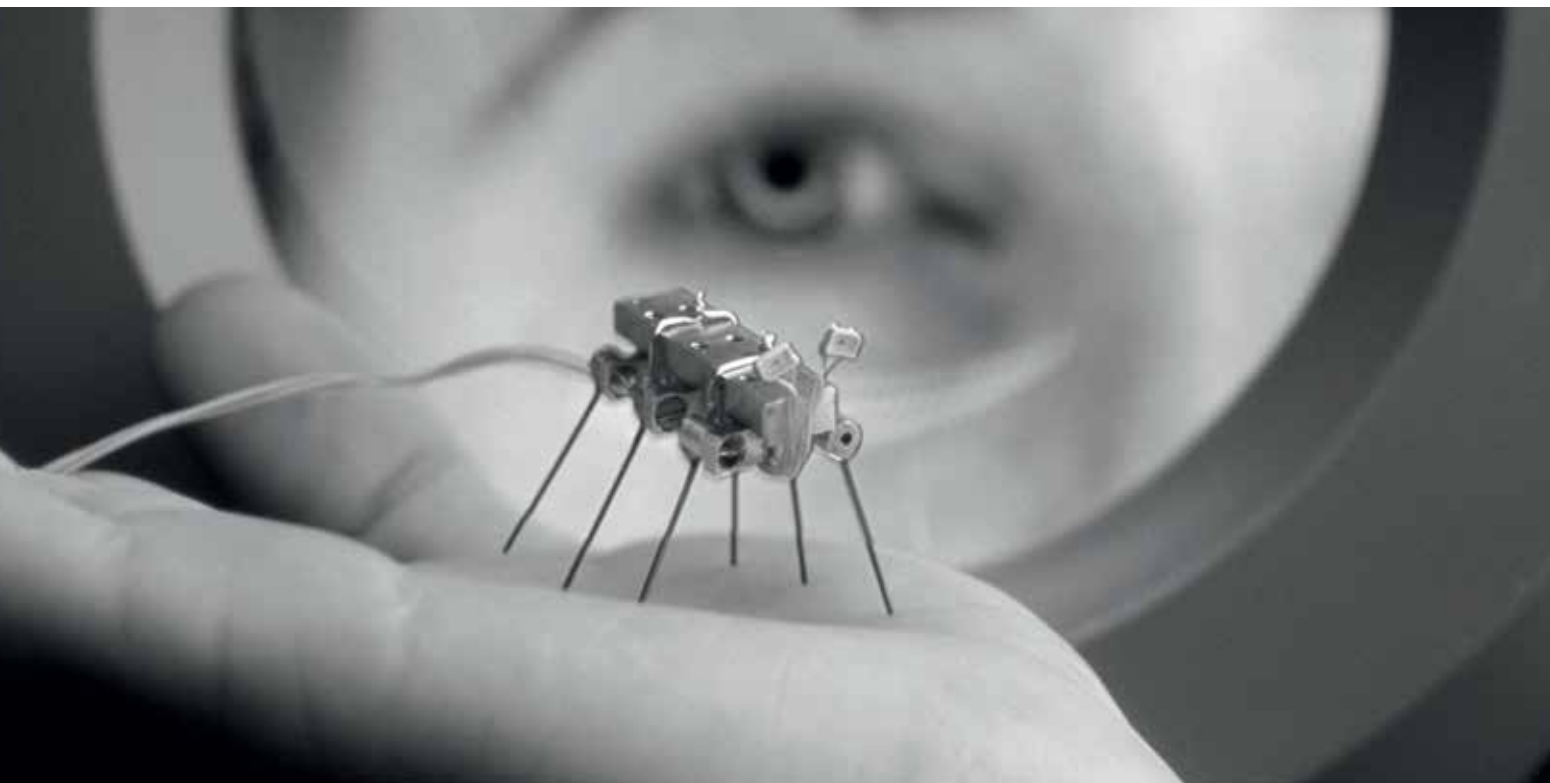
DIA De DIA is een fonds dat op de beurs verhandelbaar is met als beleggingsdoel de prijs- en rendementsontwikkeling te volgen van de Dow Jones Industrial Average. De aandelen van de DIA vertegenwoordigen belangen van individuele eigendom in de portefeuille van de Trust. De aandelen van de SPDR Dow Jones 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, zoals 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.**

© 2016 State Street Corporation – Alle rechten voorbehouden. IBGE-2196 Exp. 28/02/2017

Dit document wordt uitgegeven door Pictet Asset Management (Europe) SA. Uitsluitend de laatste versie van de fondsprospectus, de reglementen, het jaarverslag en het halfjaarverslag mogen beschouwd worden als officiële publicaties van het fonds op basis waarvan beleggingsbesluiten worden genomen. Deze documenten zijn beschikbaar op www.pictetfunds.com of bij Pictet Asset Management (Europe) SA, 15A Boulevard Royal, L-2449 Luxemburg. De informatie en gegevens in dit document mogen niet worden beschouwd als een verzoek of aanbieding om enige effecten of financiële instrumenten te kopen, verkopen of hierop in te schrijven.

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

Introductie Pictet-Robotics.



Meer informatie kunt u vinden op www.pictet.com/robotics
of neem contact op met uw bank of financieel adviseur.

 **PICTET**
Asset Management