

VAN HOOGTEVREES HEEFT NIEMAND LAST

BELEGGINGSSTRATEGEN: NOG GEEN EINDE CYCLUS

PAGINA 6-9



**GOEROE ROBERT CIALDINI;
DE KLANT BEÏNVLOED JE ZO**
PAGINA 14-16

**ROBOTICATHEMA IS NOG
LANG NIET IRRELEVANT**
PAGINA 17-18

**PENSIOENBELEGGER APG
OVER TREK NAAR HET OOSTEN**
PAGINA 46-47

OBLIGATIES ZIJN NIET NIEUW. MAAR VERNIEUWEN KAN ALTIJD.

ONTDEK NIEUWE MOGELIJKHEDEN IN OBLIGATIES ▶

De markten staan niet stil en wij ook niet. Bij PIMCO zijn we van mening dat de beste manier van beleggen op overtuiging stoelt. Dus niet alleen traditionele strategieën overwegen, maar ook verder kijken. Niet alleen kansen voor beleggers zoeken, maar ze creëren. En te luisteren naar onze klanten, om ze te helpen, zodat zij in elke omgeving hun doelen bereiken.

nl.pimco.com

Alle beleggingen bevatten risico's en kunnen waarde verliezen.

PIMCO Europe Ltd (ondernemingsnummer 2604517 en PIMCO Europe Ltd - Italy (ondernemingsnummer 07533910969) zijn erkend door en staan onder het toezicht van de Financial Conduct Authority (25 The North Colonnade, Canary Wharf, London E14 5HS) in het Verenigd Koninkrijk. Het filiaal in Italië staat bovendien onder het toezicht van de Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB) in overeenstemming met artikel 27 van de Italiaanse CONSOB-wet. De diensten en producten van PIMCO Europe Ltd zijn alleen beschikbaar voor professionele cliënten als bedoeld in het Financial Conduct Authority's Handbook en zijn niet beschikbaar voor individuele beleggers, die zich niet moeten verlaten op deze mededeling. PIMCO is in de Verenigde Staten en wereldwijd een handelsmerk van Allianz Asset Management of America L.P ©2017, PIMCO.

VOORWOORD

De cover van dit magazine illustreert het brede marktsentiment, dat ook wordt gedeeld door een aantal beleggingsstrategen van de grootbanken: er is nog geen reden om hoogtevrees te krijgen. De markten stampen door naar nieuwe recordhoogten, daarbij geholpen door een floreerende wereldeconomie, een lage inflatie en bestendige liquiditeit. Zwarte zwanen in de vorm van geopolitieke crises zijn nog altijd niet aan de horizon gesignaleerd. De door Fondsnieuws voor het coververhaal geraadpleegde strategen van de investment offices van de banken bevestigen dat de lange cyclus van herstel en groei zijn eindstadium weliswaar bereikt, maar dat de landing nog altijd niet is ingezet.

De verklaring voor deze trendgroei boven het langetermijngemiddelde levert een wat surrealistisch schouwtoneel op waarvan we nu al negen jaar getuige zijn: jarenlang draaiende geldpersen die de markten in vuur en vlam houden, maar ook structurele veranderingen, zoals de digitalisering, die het spook van de inflatie buiten de deur houden. Daarbovenop speelt een sluipende groene revolutie haar rol, die klimaatneutrale toepassingen en oplossingen bespoedigt. Zo zullen we in het volgende decennium een punt bereiken waarop er meer zonne- en windenergie wordt geproduceerd dan de wereldeconomie nodig heeft. De gevolgen daarvan voor ons op fossiele brandstoffen gebouwde systeem zullen gigantisch zijn.

Deze ontwikkelingen zijn van structurele aard en zullen het beeld van de wereld in de komende decennia dramatisch veranderen. Beleggers dienen daarmee rekening te houden. Maar dat niet alleen. In de komende twaalf maanden zullen zij ook een antwoord moeten formuleren op de koerswijziging die centrale banken zullen inzetten. Van de Amerikaanse Federal Reserve worden nieuwe renteverhogingen verwacht, alsook een verkrapting van de met schulden opgeblazen balans. De Europese ECB lijkt nog even de kat uit de boom te willen kijken. Maar de Amerikaanse beleidswijziging zal, ondanks alle geruststellende woorden van monetaire autoriteiten, tot marktverstoringen kunnen leiden.

Veel strategen denken dat het de Verenigde Staten zullen zijn — als vanouds — die markten in een andere richting zullen sturen. Er zijn partijen, zoals Aegon Asset Management, die rekening houden met arbeidskrapte en stijgende rente, waardoor de wereldeconomie in 2019 in een milde recessie zal belanden. De beleggingsstrategen van de banken laten zich op dit moment echter vooral leiden door het economisch herstel in Europa, de bedrijfswinsten die herstellen en het gunstige sentiment. Zolang die signalen op groen blijven staan, is de consensus onder Nederlandse banken dat er geen reden is om de duizelingwekkende diepte te vrezen die men op sommige markten onder de schoenen kan zien.

CEES VAN LOTRINGEN IS HOOFDREDACTEUR EN MEDEOPRICHTER VAN FONDSNIEUWS. WILT U REAGEREN OP (ARTIKEL)EN IN) DIT MAGAZINE, MAIL DAN NAAR CEES.VANLOTRINGEN@FONDSNIEUWS.NL



COLOFON

Hoofdredacteur Fondsnieuws

Cees van Lotringen

Correctie

Esther Kuijper

Vormgeving

Tineke Hoogenboom

Aan deze editie werkten verder mee

Frank van Alphen, Lenneke Arts, Patrick Beijersbergen, Jorge Groen, Bruno de Haas, Arthur Kroeber, Paul van der Kwast, Iris van de Looij, Harm Luttikhedde, Paul Mouwes, Barbara Nieuwenhuijsen, Maarten van der Pas, Auke Plantinga, Hein Praats.

Sales

Thijs Pessers (pessers@fdmediagroep.nl)

Contact

redactie@fondsnieuws.nl

ABONNEMENTEN

Wilt u dit magazine 6x per jaar thuis ontvangen en bovendien onbeperkt toegang tot alle vakinformatie van Fondsnieuws? Neem dan een FN Totaal-abonnement voor slechts € 249 (excl. btw) per jaar. Ga voor een overzicht van alle mogelijkheden naar www.fondsnieuws.nl/abbonnementen.

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 volgende magazine verschijnt op 13 december 2017.

INHOUD

**(NOG) GEEN LAST
VAN HOOGTEVREES**

PAGINA 6-9



FOTO: GETTY IMAGES

**BENT
U WEL
AMAZON-
PROOF?**

Het Amerikaanse Amazon vreet de retailmarkt op, met lage winstcijfers en hoge innovatiekracht. Wie niet weggevaagd wil worden, moet innovatief, daadkrachtig en gefocust op de klant zijn.

PAGINA 27-28

**DE KLANT
WIL
VERLEID
WORDEN**

Robert Cialidini – dé autoriteit op het gebied van klantpsychologie en -beïnvloeding – spreekt over de wijze waarop je de klant aan de hand van zeven technieken voor je kunt winnen.

PAGINA 14-16

**KANSEN
VIND JE
IN HET
OOSTEN**

De tijd speelt in het voordeel van het Verre Oosten, waar het zelfvertrouwen stijgt en de economische fundamentals goed zijn. Een doorkijkje in de wereld van morgen.

PAGINA 39-50



EN VERDER

**HEDGEFONDS ROEPT
GEMENGDE GEVOELENS OP**

Veel beleggers zoeken nu kapitaalbehoud. Hedgefondsen kunnen dat bieden, maar de klant heeft er vaak het geduld niet voor.

PAGINA 32-33

**HYPECYCLUS ROBOTICS
HOUDT NOG EVEN AAN**

Robotics en kunstmatige intelligentie zijn 'the talk of the town'. Tijd om te verkopen? Nee, deze hypecyclus houdt nog lang aan.

PAGINA 17-18

**DGA MOET NU KIEZEN: WAT
DOET U MET UW PENSIOEN?**

Per 2018 moet de dga beslissen over zijn pensioen-bv: behouden, naar privé brengen of toch maar naar de levensverzekeraar?

PAGINA 20-21

**TOEKOMST VAN DE AUTO
HANGT VAN DE BATTERIJ AF**

Gaan we elektrisch rijden? Jazeker. Maar hoe snel? Dat hangt niet van de auto, maar van de batterij af. Fondsnieuws ging op pad.

PAGINA 24-25

RUBRIEKEN

FAVORIETE GRAFIEKEN	11
INTERVIEW	14-16/46-47
COLUMNS	26/34
VISIE OP DE MARKT	36-37
POST UIT	38
THEMA	39-50

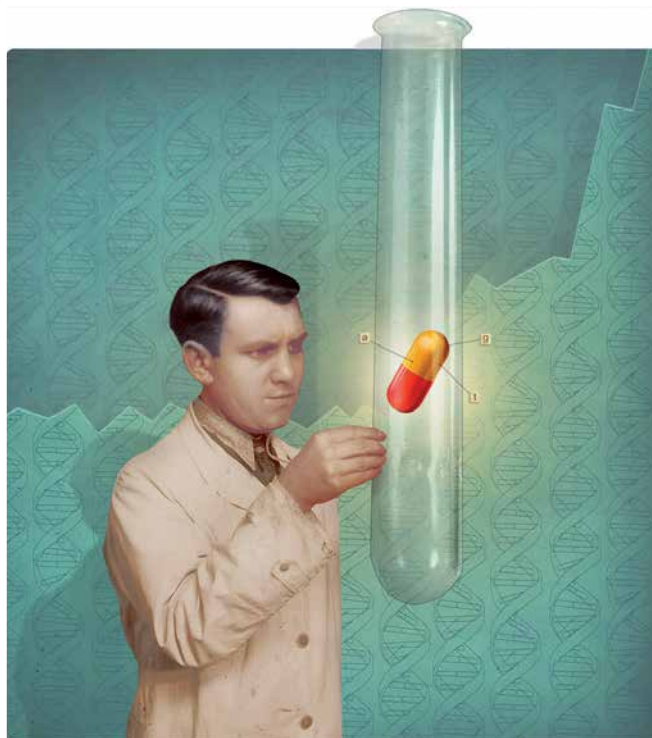
Biotechnologie in het middelpunt van de farma

Bedrijven in de biotechnologie spelen een sleutelrol in de bestrijding van ziekten zoals alzheimer en parkinson. Juist die sector neemt het voortouw in innovatieve medicatie.

Biotechnologiebedrijven richten zich vaak zeer sterk op specifieke domeinen, zoals multiple sclerose of delen van de markt voor kankermedicijnen. 'Als gevolg van deze focus kunnen zij functioneren met een *lean and mean* bedrijfsmodel, dat voor superieure winstmarges zorgt.' Dat zegt Marie-Laure Schaufelberger, product-specialist bij Pictet Asset Management, over het verschil met de traditionele farmaceutische industrie. 'Een ander verschil is dat een groot aantal biotechnologiebedrijven nog steeds niet winstgevend is, omdat zij nog geen product op de markt hebben. Deze veelal kleinere bedrijven hebben een veelbelovende pijplijn. In de toekomst worden de meeste medicijnen in de biotechnologiesector ontwikkeld, waardoor de sector centraal komt te staan bij de innovatie van de geneesmiddelenbranche.'

Succesfactor

'De Verenigde Staten vormen verreweg het belangrijkste afzetgebied voor de biotechnologiesector. Daar maken medicijnen slechts 15% van de totale kosten van het gezondheidszorgstelsel uit', dus er is veel efficiëntiewinst elders te behalen. De prijzen worden bepaald tijdens onderhandelingen tussen zorgverzekeraars en geneesmiddelenfabrikanten. Om te voorkomen dat gezondheidskosten te snel stijgen, zijn verzekeraars niet snel bereid om hoge prijzen te betalen of prijsstijgingen te accepteren. In sommige gevallen is dat een goede strategie. Zo is de prijs van insuline in de Verenigde Staten verdrievoudigd in het afgelopen decennium, terwijl de effectiviteit ervan vrijwel niet is toegenomen. In de toekomst is innovatie de belangrijkste succesfactor voor de bedrijfstak. De samenleving zal, zolang er geen fatsoenlijk



alternatief beschikbaar is, altijd bereid zijn te betalen voor middelen die de kwaliteit van leven sterk verbeteren of de overlevingskansen verhogen.'

Goede vooruitzichten

'De kloof tussen innovatieve bedrijven met producten die werkelijke waarde toevoegen en andere spelers zal alleen maar groter worden. Voor het Pictet-Biotech fonds beschikken wij over een sterk beleggingsteam met een goede medische achtergrond. Daardoor hebben wij inzicht in zowel de financiën als de potentiële pijplijn van de bedrijven waarin we beleggen. Dit zijn ook bedrijven waar de *proof of concept*-gegevens met betrekking tot mensen beschikbaar zijn.

Dit vermindert het binaire risico. Naast tien relatief grote posities in gevestigde biotechnologiebedrijven met stabiele inkomsten en goede winstvooruitzichten, beleggen we in 40 tot 50 kleinere spelers. Zij hebben ook een veelbelovende pijplijn en een aanzienlijk hoger risico/rendementsprofiel. Op deze wijze verkleinen we het neerwaartse risico zonder dat dit ten koste gaat van het enorme groeipotentieel van deze bedrijfstak.'



'De samenleving zal altijd bereid zijn te betalen voor middelen die de kwaliteit van leven verbeteren.'

Marie-Laure Schaufelberger

 **PICTET**
Asset Management

Meer informatie over themabeleggen bij Pictet Asset Management vindt u op assetmanagement.pictet



HAN DIEPERINK FOTO: MARIJN ALDERS

VAN HOOGTEVREES IS (NOG) GEEN SPRAKE

STRATEGEN: 'ECONOMIE DRAAIT GEWOON HEEL GOED'

COVERSTORY

Veel aandelenindices staan op recordhoogten. Maar Rabobank, ABN Amro en Van Lanschot zijn nog zeer positief. 'We gaan wel richting het einde van de cyclus, maar dit einde komt niet volgende maand al of zo.'

TEKST BARBARA NIEUWENHUIJSEN

Al acht jaar lang stijgen de aandelenkoersen. Hoe lang kan dat nog goed blijven gaan? De koersen zijn mede opgedreven door het opkoopbeleid van de centrale banken. Door de rente extreem laag te houden, hebben zij beleggers bovendien aanzet om buiten hun vertrouwde beleggingscategorieën op zoek te gaan naar rendement. Het Internationaal Monetair Fonds onder leiding van Christine Lagarde waarschuwde onlangs maar weer eens dat de financiële markten hierdoor gevoelig zijn geworden voor schokken.

Sinds begin dit jaar zijn de koersen van aandelen in de Verenigde Staten en Europa harder gestegen dan de winstverwachtingen. Voor hoofd van het investment office Bob Homan van ING is dit een punt van zorg, maar hij benadrukt dat hij 'zeker niet negatief' is. 'De economie draait momenteel gewoon heel erg goed. De waarderingen zijn hier en daar wel

pittig, maar het sentiment is nog niet overdreven.'

ABN Amro schroefde onlangs zijn sterk overwogen positie in aandelen terug naar overwogen, maar niet uit ongerustheid. De bank nam wat winst. 'Het momentum is nog altijd positief', zegt beleggingsstrateeg Ralph Wessels. 'De waarderingen zijn behoorlijk, beaamt hij, maar de inkoopmanagersindex verbetert en de winsten herstellen zich. We verwachten dat zich dit ook in 2018 verder doorzet, al zal dit waarschijnlijk in een wat lager tempo zijn.' Zolang de economie blijft groeien en de bedrijfswinsten stijgen, is dat voor de bank reden overwogen te blijven.

'IN DE LAATSTE FASE VAN EEN CYCLUS ZIE JE VAAK NOG EEN EINDSPRINT'

Ook Van Lanschot is positief: 'Ondernemers barsten van het vertrouwen en ook het consumentenvertrouwen is uitstekend', zegt hoofd-econoom Luc Aben.

Dit wil niet zeggen dat er geen risico's zijn. 'Jawel', zegt Wessels van ABN, 'die blijven aanwezig.' Er zijn geopolitieke risico's, denk aan Syrië en Noord-Korea. Sinds begin dit jaar is het politieke risico afgenomen, maar de Amerikaanse president Trump blijft bijvoorbeeld een punt van aandacht. 'Hij zou onder meer de vennootschapsbelasting verlagen, maar dit zou hij bekostigen door het afschaffen van Obamacare. Dat is hem tot op heden niet gelukt. De vraag is wat er gebeurt als hij er niet in gaat slagen zijn beloftes na te komen. Daarnaast hebben we natuurlijk de brexit.'

Monetaire verkrapping

Ook spelen de naderende monetaire verkrapping en de manier waarop de centrale banken hierover communiceren. Wessels: 'Het lijkt erop dat dit proces enorm langzaam zal gaan verlopen, maar eerlijk is eerlijk,

op het moment dat er daadwerkelijk verkrapt zal gaan worden, gaan we richting het einde van de cyclus. Dat geldt helemaal in de Verenigde Staten, maar dit kan nog wel twee jaar duren. We gaan dus wel richting het einde, maar dat komt niet volgende maand al of zo.'

Chief investment officer Han Dieperink van Rabobank erkent dat de waarderingen momenteel bovengemiddeld zijn, maar volgens hem passen die bij de huidige lage rente en een aantrekkelijke economische groei. 'Er zijn lieden die waarschuwen voor bubbelvorming doordat het ruime monetaire beleid van de afgelopen jaren de koersen heeft opgedreven. Ik zie echter nog geen pieken in de waardering. Een crash zit hem bovendien vaak in de factor liquiditeit. Deze blijft echter nog ruim. Eigenlijk zitten we dus in een ideaal scenario, met een sterke economische groei en stijgende bedrijfswinsten.'

Over de vraag of we na ruim acht jaar van koersstijgingen dan niet tegen het einde van de economische cyclus lopen, maakt Dieperink zich geen zorgen. 'Je zou ook kunnen zeggen dat we juist nog een hele rit te gaan hebben omdat het eerste stuk

gezien kan worden als het goedmaken van het eerdere verlies.' Los daarvan is er volgens Dieperink juist in de laatste fase van de cyclus vaak nog sprake van een eindsprint waarin er nog zo'n 20% tot 30% bij komt.

Op de vraag of het niet gek is om, als je weet dat het einde van de cyclus eraan komt, toch gewoon door te gaan met beleggen in aandelen, zegt hoofd vermogensbeheer Maarten Kneepkens van Van Lanschot: 'Op de lange termijn levert beleggen meer op dan sparen. Dat je gaandeweg pieken en dalen tegenkomt, moet je accepteren.'

Uiteraard proberen de verschillende banken wel zo goed mogelijk op marktontwikkelingen te anticiperen. 'Maar wij denken niet dat wij de markt kunnen timen', zegt Dieperink. 'Wij kijken naar de waarderingen en zien nu dan bijvoorbeeld nog kansen in opkomend Azië en dan vooral in de zogenoemde frontier markets.'

Opkomende markten

Frontier markets zijn volgens de bank aantrekkelijk omdat zij nog aan het begin staan van hun ontwikkelingscurve in de richting van meer ontwikkelde landen, terwijl een aantal opkomende landen daar feitelijk al

vergelijkbaar mee is. Daarnaast profiteren frontier markets van een zwakkere dollar en een aantrekkelijke wereld-economie, aldus Dieperink.

Ook ABN Amro en Van Lanschot zijn positief over opkomende markten. Alle drie zijn negatief over de VS. Strateeg Roelof Salomons van Van Lanschot-dochter Kempen: 'In de VS is de economie als eerste opgeveerd. Daar zie je nu dus ook de eerste tekenen van laat-cyclisch gedrag.'

ABN en Van Lanschot zitten overwogen Europa. Rabobank heeft specifiek Frankrijk aangezet in zijn portefeuille — vanwege de verkiezing van Emmanuel Macron tot president.

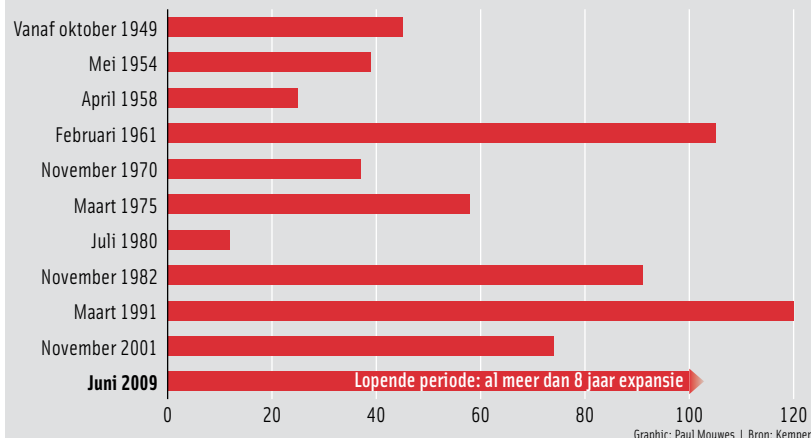
ING verkiest in zijn veelgebruikte actuele portefeuilles een sectorbenadering boven een regiobenadering, 'omdat de verschillen tussen sectoren vaak groter zijn dan die tussen regio's'. De bank heeft de IT-sector overwogen, 'maar dat is al zo sinds ik hier kwam werken, in 2008', zegt Homan. 'Wel nieuw is dat wij een zwaar overwogen positie in financials hebben en binnen financials vooral in Europese banken. Dit omdat wij denken dat de rente oploopt en banken hiervan gaan profiteren. Telecom en consumer discretionary hebben wij onderwogen.'

ABN Amro zet zowel regio's als sectoren aan en is overwogen in meer cyclische sectoren zoals luxegoederen en industrie en onderwogen in meer defensieve sectoren zoals telecom en dagelijkse consumptiegoederen. Dit zijn vaak dividendaandelen en die zullen wat meer last hebben van een rentestijging, zo is de verwachting.

Anders dan bij ING, ABN Amro en Van Lanschot bestaat het aandelengedeelte uit de actieve fondsenportefeuille bij Rabobank voor een derde uit breedgespreide indextrackers, voor een derde uit multifactorfondsen en voor een derde deel uit zogenoemde satellieten. In het index-

Honderd maanden expansie

Aantal maanden van dal naar piek, conjunctuurcyclus, VS



en het multifactorgedeelte worden de regio- en sectorwelingen van de markt gevolgd. Elke satelliet is daarmee automatisch een overweging ten opzichte van de index. Hierin zet Dieperink behalve op de al genoemde frontier markets, opkomende markten en Frankrijk onder meer extra in op Japan en robotica.

Obligaties

Op obligatiegebied zijn zowel Rabo en ING als ABN Amro en Van Lanschot al langere tijd onderwogen. 'Aandelen zijn duur, maar obligaties zijn nog duurder', zegt Kneepkens van Van Lanschot. 'Nu gaat alles nog goed. Maar met name binnen Europese staatsobligaties is de risico-rendementsverhouding wel wat scheef', aldus Dieperink van Rabo.

'Met de huidige rente op Europees staatspapier kun je eventuele koersstijgingen als gevolg van mogelijke renteverhogingen niet opvangen. In Amerika staat de rente alweer wat hoger, dan heb je dus enige buffer om koersdalingen als gevolg van rentestijgingen op te vangen. Indien de rente stijgt, zal die in Europa sterker stijgen dan in de Verenigde Staten. De rente in Europa is veel te laag. We beleggen momenteel dus veel buiten onze eurobenchmark om, in Amerikaans staatspapier dus, maar bijvoorbeeld ook in Amerikaanse hypotheekobligaties en coco's. Daar zijn momenteel de beste rendementen te behalen.' Coco's zijn een speciaal type converteerbare obligaties die banken kunnen gebruiken om bufferkapitaal op te halen. Zij worden het eerst geraakt als een bank in de problemen komt.

Hiernaast belegt Dieperink momenteel flink in Franse, Duitse en Italiaanse inflatiegelinkte obligaties. Tot slot biedt schuld papier uit opkomende landen volgens hem nog 'wat ruimte'. 'De rest is eigenlijk te duur.'

	ING	ABN	Van Lanschot	Extra accenten Rabobank
++ zwaar overwogen				
+ overwogen				
0 neutraal				
- onderwogen				
-- zwaar onderwogen				
x geen positie				
Aandelen	0	+	+	
Regio's				
VS	-	-	-	
Europa	0	+	+	Europa / Frankrijk
EM	+	+	+	EM en Frontier markets
Obligaties				
Staatsobligaties	-	--	-	-
Corporate bonds	+	+	+	+
High yields	0	+	+	-
Emerging market debt	0	+	x	+
Duratie	-	-	-	0

Zowel ING en ABN als Van Lanschot zitten binnen obligaties overwogen in bedrijfsobligaties, bij ING komt dit echter doordat de bank Amerikaanse hypotheekobligaties hier ook toe rekent.

Van Lanschot belegt in de meeste portefeuilles nog geen hypotheekobligaties of andere illiquide producten zoals infrastructuurleningen. De illiquiditeit van dit soort producten vormt volgens Kneepkens voor veel klanten een knelpunt. Over coco's is hij niet enthousiast. 'Als je obligaties met zo'n risicoprofiel gaat toevoegen, moet dat eigenlijk ten koste gaan van het aandelenrisico. Dan beleg ik liever in aandelen.' Naar Amerikaanse obligaties kijkt hij wel met interesse, al heeft hij ze nog niet in zijn portefeuilles opgenomen.

Op het gebied van high yield en emerging market debt (EMD) bracht ING zijn posities recent terug naar neutraal. Het idee hierachter is dat er al zo veel koersstijgingen zijn geweest dat de spreads in beide categorieën zijn ingekomen. Hier komt bij dat high yields een flinke tilt naar de VS kennen en ook opkomend schuldpa-

pier in harde valuta in dollars noteert.

'Dat is op zich niet erg', zegt Homan. 'Wij hedgen in het obligatiegedeelte dollars terug naar de euro. Dat was eerder bijna gratis, maar inmiddels betaal je daar bijna 1,5% voor. Dat betekent dat als je een high-yieldtracker hebt die 5,5% doet, hier effectief nog 4% van overblijft. Dat is nog steeds de moeite, maar niet meer zodanig dat het een overwogen positie rechtvaardigt.'

Hetzelfde geldt volgens hem voor staatspapier uit opkomende markten. 'EMD is erg hard gegaan. We zijn er niet negatief over maar denken niet dat er nog veel te halen is en dit het extra risico dus niet waard is.'

ABN en Van Lanschot zitten nog wel in high yields, al hedgen ook zij het dollarrisico. Wessels: 'De kosten daarvan nemen inderdaad toe, maar er blijft voldoende rendement over om het risico te compenseren. Haar positie in EMD hoogde ABN recent juist wat op. 'Om diversificatieredenen', aldus de bank. ■

DE TERUGKEER VAN ACTIEF

FAVORIETE GRAFIEKEN

Nu aan kwantitatieve verruiming een einde komt, keert het tij ten gunste van actief beleggen, stelt strateeg Paul O'Connor van Janus Henderson.

Economie troeft politiek af

Sinds halverwege 2016 laten de markten zien goed te zijn in het negeren van schokken en oplopende spanningen op politiek vlak in verschillende delen van de wereld. Wij denken dat dit komt doordat de politieke ontwikkelingen weinig effect hebben gehad op het wereldwijde herstel. Consensus­schattingen van Bloomberg voorspellen dat dit het zesde jaar op rij zal zijn met een wereldwijde bbp-groei van 3% tot 3.5%. Dat is op zichzelf al goed, maar bovendien zorgt het ook niet voor andere problemen zoals hoge inflatie. De politiek creëert veel onrust, maar de economie is nog steeds leidend voor de financiële markten.

Aandelen eurozone – de inhaalslag

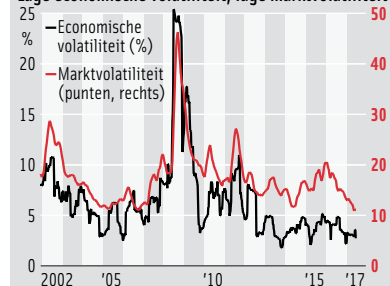
Strategisch gezien blijven aandelen onze favoriete beleggingscategorie. Op regioniveau geven we de voorkeur aan aandelen uit opkomende markten vanwege het herstel van deze economieën en de wereldwijde groei. Daarnaast hebben we ook een voorkeur voor aandelen uit de eurozone. De ontwikkelingen in deze regio op economisch gebied, in het bedrijfsleven en van het monetaire beleid ondersteunen de visie dat deze markten nu goed gepositioneerd zijn om hun underperformance van de afgelopen jaren tegenover Amerikaanse aandelen goed te maken. Een slag in de omzetgroei zou ook samen kunnen gaan met een hogere waardering, omdat Europese aandelen nog steeds beduidend goedkoper zijn dan Amerikaanse aandelen.

De terugkeer van de actieve manager

Actieve managers hebben doorgaans moeite om indices te verslaan tijdens een bullmarkt, maar bewijzen wel hun waarde als de omstandigheden moeilijker worden. Nu er een einde komt aan de kwantitatieve verruiming, verwachten we dat het rendement op beleggingen zal dalen en dat de markten minder worden gedreven door liquiditeit en meer door fundamentals. Er zal een duidelijker onderscheid gemaakt worden tussen bedrijven binnen sectoren — wie zijn de winnaars en wie de verliezers? In onze ogen is dit een goed moment om over te stappen van passieve naar actieve fondsen, zowel voor aandelen als voor obligaties.

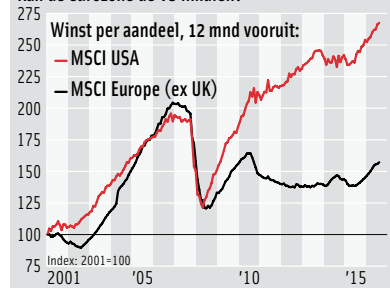
Tweelingen

Lage economische volatiliteit, lage marktvolatiliteit



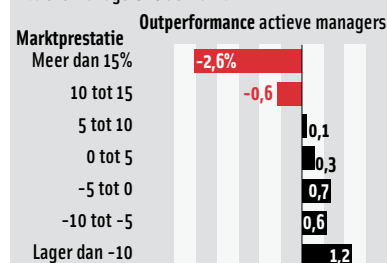
Gapend gat

Kan de eurozone de VS inhalen?



Goede tijden? Slechte tijden!

Actieve managers vs de markt



Graphic: Paul Mouwes | Bron: Janus Henderson

PAUL O'CONNOR IS HOOFD MULTI-ASSETS BIJ JANUS HENDERSON. TEVENS IS HIJ FONDSMANAGER VAN DE MULTI-ASSET & INTERNATIONAL OPPORTUNITIES STRATEGIES. VOORDAT HIJ IN 2013 OVERSTAPTE NAAR HENDERSON, WAS HIJ HOOFD ASSETALLOCATIE BIJ MERCER.



DOLLAR: ARMAGEDDON OF SLECHTS TIJDELIJKE DIP?

DE DOLLAR ZAT DIT JAAR LANGE TIJD IN DE VERDOMHOEK

BELEGGEN

De dollarindex – de koers van de munt tegenover een gewogen mandje van valuta – zweefde in september rond een dieptepunt. Ook tegenover de euro stond de greenback zwaar onder druk. Einde van de dollarhegemonie?

TEKST HEIN PRAATS

De dollar werkt sindsdien terug. Zo werd in de afgelopen weken een paar procent afgesnoept van de daling van 12% die eerder dit jaar op de schermen stond. Continuëert de greenback zijn stijging of is dit slechts een tijdelijke 'short squeeze' en voorbode van een naderend einde der dollarhegemonie?

De geaccumuleerde shortpositie in de dollar bereikte in september het hoogste punt in bijna vijf jaar. Roelof Salomons, hoofdstrateeg allocatie van Kempen Capital Management, noemt verkeerde marktpositionering begin 2017 als hoofdreden van de dollarzwakte. 'De markt verwachtte toen voor dit jaar een sterkere dollar, omdat de obligatierentes eindelijk zouden oplopen en er renteverhogingen in het vat zaten. De hoop op groeibevorderende belastingverlaging en infrastructurele investeringen van president Trump, alsook de angst voor opkomend Europees populisme, waren als olie op het vuur.'

Maar de Amerikaanse rente steeg minder hard dan voorzien en de verkiezingen in Europa liepen met een sissier af. Te veel mensen met dezelfde long dollarpositie bouwden die af en gingen short, waardoor de markt te ver naar de andere kant doorsloeg.

Nu onderschat de markt toekomstige inflatiedruk, vervolgt Salomons. 'Onderliggend zien we aan

de onderkant van de Amerikaanse arbeidsmarkt de lonen wat stijgen, maar de goed verdienende babyboomers met pensioen gaan. Loondruk wordt dus nog niet breed gedragen, maar borrelt wel al op de achtergrond.'

Rente en schulden

Volgens Martin Arnold, hoofd stra-



JANET YELLEN BIJ EEN HOORZITTING IN DE SENAAT FOTO: HOLLANDESE HOOGTE

tegie FX en commodities van ETF Securities, zal de goede staat van de Amerikaanse arbeidsmarkt uiteindelijk ook tot inflatiedruk leiden. 'Wij voorspellen daarom nog één renteverhoging in december en twee of drie stappen volgend jaar.'

Alle analisten zijn het erover eens dat verandering in het monetaire beleid van de Fed grote invloed heeft op de dollar. John J. Hardy, hoofd strategie FX van Saxo Bank, zegt hierover: 'Monetaire verruiming gaf inflatoire druk op beleggingsmarkten — dan moet verkrapting deflatoire druk geven. Minder vraag naar Amerikaanse effecten kan dan in een zwakkere dollar resulteren.'

Bovendien móet de dollar volgens Hardy wel depreciëren om de mondiaal hoogopgelopen dollarschulden te kunnen blijven financieren. Maar Salomons nuanceert dat: 'Veel van die schulden zijn vast gefinancierd, met lange looptijden en een lage rente. Ik zie daarom geen onmiddellijke problemen ontstaan bij de herfinanciering van schulden. Ondanks dat de meeste schulden in dollars uitstaan, zie je overheden en bedrijven ook langzaam schuld papier in andere valuta emitteren.'

Wereldheerschappij

Sinds het einde van de Tweede Wereldoorlog is de dollar wereldwijd dé standaard geweest. Maar onlangs hebben China en Rusland de macht van de petrodollars ingeperkt; oliecontracten tussen beide landen worden straks niet langer afgerekend in dollars, maar in — door goud gedekte — yuans.

Dit zou op langere termijn wellicht het signaal kunnen blijken van een machtsverschuiving op het wereldtoneel. Salomons: 'China lijkt daar financieel heel strategisch mee

bezig te zijn, door kapitaal- en valutamarkten te liberaliseren. Dat de Chinezen al jarenlang actief zijn in Afrika — en daarmee de toegang tot grondstoffen proberen veilig te stellen — is daar ook onderdeel van.' Maar beleggers kunnen hier volgens hem weinig mee. Dat beaamt Arnold: 'Dit soort decennialange processen matcht niet met de steeds kortere tijdshorizon van beleggers die tegenwoordig op twee, hooguit drie jaar ligt.'

Dollarrisico

Beleggers met een positie in Amerikaanse effecten staan per definitie long naar de dollar. De Dow Jones Index rendeerde tot 21 september in dollartermen 13% dit jaar, maar leidde in euro's uitgedrukt een verlies van bijna 1%.

Europese beleggers kunnen ervoor kiezen om valutarisico wél (tegen een verwachte zwakkere dollar) of juist níet (bij een verwachte aantrekkende dollar) te hedgen. Institutionele beleggers doen dit doorgaans via valutaswaps, opties en futures, maar particulieren ontbeert het vaak aan toegang tot de forward markt of gegronde kennis van derivaten. Salomons heeft de oplossing: 'Je kunt ook afdekken, met wat vroeger een "dirty hedge" werd genoemd, door simpelweg een dollarrekening te openen.'

Salomons ziet de dollar eerder

stijgen dan dalen, maar waagt zich niet aan een koersvoorspelling. 'Met een sterker wordende dollar zouden aandelen in Europa het goed moeten blijven doen, doordat Europese bedrijven met een sterkere dollar omgekeerd evenredig profiteren van een zwakkere euro.'

'In de Verenigde Staten zal de concurrentiepositie van exporteurs iets verslechteren, maar omdat de Amerikaanse economie erg op de binnenlandse markt is gericht, zouden de gevolgen van een aantrekkende dollar niet groot hoeven zijn.'

Opkomende markten, die de afgelopen weken al wat achterblijven, zullen volgens Salomons wel last hebben van een sterkere dollar. 'Die zorgt wereldwijd voor minder liquiditeit, waardoor opkomende markten wat minder makkelijk worden gevonden.'

Ook Arnold verwacht een sterkere dollar en ziet de dollarindex (huidige koers 92.80) teruggaan richting de 95-100 range. Euro/dollar ziet hij uiteindelijk dalen richting 1.12 (huidige koers 1.1865). 'Met een stijgende Amerikaanse rente verwachten wij dat beleggers relatief meer waarde kunnen creëren met obligatieaankopen buiten de Verenigde Staten.'

Hardy rekent de komende tijd juist op een zwakkere dollar, hoofdzakelijk door minder gunstige macro-economische vooruitzichten voor de Verenigde Staten. Volgens hem liggen daar de financieringsproblemen van het groeiend fiscaal tekort aan ten grondslag. 'De correctie die momenteel in euro/dollar gaande is, zou tot 1.15 kunnen duren. Maar wij anticiperen de komende maanden op een beweging terug richting de 1.25.'

RUSLAND EN CHINA HEBBEN MACTH VAN OLIEDOLLARS AL INGEPERKT

HEIN PRAATS IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.

SPEEL IN OP SPECIFIEKE GEVOELENS VAN DE KLANT

DE DO'S & DONT'S VAN PSYCHOLOGISCHE BEÏNVLOEDING

INDUSTRIE

Robert Cialdini is een meester in de kunst van de verleiding. Zijn kennis wordt veel gevraagd nu door de digitalisering en de beschikbaarheid van big data inzichtelijk wordt wie gevoelig is voor wat. Een interview.

TEKST BARBARA NIEUWENHUIJSEN

Er is zoveel meer dan het rendement of de prijs van een financieel product om op te focussen. Aanbieders van financiële producten benadrukken bijvoorbeeld graag welke goede ratings ze hebben gekregen en welke prijzen ze gewonnen hebben. Ze zoeken op deze manier aansluiting bij een autoriteit. Dit kan op vele manieren. NN Investment Partners sluit voor het gebruik van zijn zelfbeleggenplatform FitVermogen partnerschappen met bedrijven. Die kunnen hun werkgevers dan aanbieden direct voor hun vanuit de salarisadministratie geld op een rekening te storten om bijvoorbeeld vermogen op te bouwen als aanvulling op hun pensioen of voor de studie van de kinderen. Werknemers zijn wellicht geneigd dit sneller te doen als hun werkgever zegt dat dit verstandig is.

Aansluiten bij autoriteit is een van de beïnvloedingstechnieken van Robert Cialdini. Cialdini is emeritus hoogleraar psychologie en marke-



ROBERT CIALDINI

ting aan de Arizona State University en de Stanford University. Hij is wereldberoemd vanwege zijn boek *Influence: The Psychology of Persuasion* uit 1984. Hierin beschrijft hij zes beïnvloedingstechnieken: wederkerigheid, schaarste, autoriteit, commitment en consistentie, sociale bewijslast en sympathie. Later voegt hij hier nog een zevende aan toe: eenheid (zie kader).

Sociale bewijslast, oftewel inspe- len op onze neiging tot kuddegedrag, is er ook eentje die we terugzien op beleggerssites. Denk aan sites als eToro, waarop beleggers in staat worden gesteld dezelfde beleggingsportefeuille aan te houden als een andere (populaire) belegger. Een simpeler voorbeeld is het tonen van een default optie. De meeste mensen kiezen die.

De verleiding van dons

In zijn meest recente boek, *Pre-suasion*, verschenen in 2016, gaat Cialdini nog een stapje verder en beschrijft hij hoe je de juiste condities kan scheppen voordat je met beïnvloeden begint. Hoe je dus als het ware een vruchtbare voedingsbodem kan creëren voordat je overgaat op het beïnvloeden zelf. Uit onderzoek blijkt bijvoorbeeld dat mensen bereid zijn meer voor een etentje te betalen als ze dit onbewust afzetten tegen een hoog cijfer waar ze net mee geconfronteerd zijn dan als dit een lager cijfer was. Ze wilden bijvoorbeeld meer betalen als het restaurant Studio 97 heette, dan als dit Studio 17 was. Ook waren bezoekers van een meubelwebsite met een achtergrond met donzige wolken vaker bereid de duurdere meer comfortabele meubels te kopen, dan mensen die een meubelwebsite met een neutrale achtergrond bezochten.

Cialdini wijst er bovendien op dat het uitmaakt hoe je iets vraagt. Vraag je iemand of hij gelukkig is, dan is hij meer geneigd te zoeken naar zaken

DE ZEVEN TECHNIEKEN VAN BEÏNVLOEDING DOOR CIALDINI

Wederkerigheid

Wie iets krijgt aangeboden – dit hoeft maar een kopje koffie te zijn – is meer geneigd iets te kopen

Schaarste

Zolang de voorraad strekt. Dreigt iets op te raken, dan vergroot dat de aantrekkelijkheid van het product

Autoriteit

Als de baas of iemand die wij bewonderen zegt dat het moet, zijn wij geneigd blind te volgen

Commitment en consistentie

Wie A zegt, zal ook B zeggen

Sociale bewijskracht

Als iedereen zegt dat het zo is, zal het wel zo zijn

Sympathie

Omdat u zo sympathiek en betrouwbaar bent...

Eenheid

Inspelen op een gedeelde identiteit

die hem blij maken dan wanneer je vraagt of hij soms ongelukkig is: dan zoekt hij naar zaken waar hij somber van wordt. Wil je een potentiële klant dus stimuleren over te stappen naar jouw bedrijf, dan kun je hem beter vragen waar hij óntevreden over is bij zijn huidige aanbieder dan of hij tevreden is met de dienstverlening die hij nu afneemt. Fondsnieuws sprak met Cialdini in de marge van het congres De psychologie van het beïnvloeden van Denkproducties, vorige maand in Bussum.

Cialdini beschreef in zijn standaardwerk uit 1984 simpelweg welke technieken succesvolle verkopers toepasten. Dit met als doel consumenten hiervan bewust te maken, zodat ze zich ertegen konden wapenen. Het waren echter niet de consumenten die zijn boek omarmden. 'Ik heb in al die jaren niet een uitnodiging gehad van een consumentenvereniging om te komen spreken', zegt hij. Des te meer vragen kreeg hij van bedrijven en marketeers die zich afvroegen hoe ze zijn technieken het beste kunnen toepassen, niet alleen in face-to-face gesprekken of televisiereclames, maar ook online.

Productreviews

Juist op internet zijn veel van zijn technieken namelijk uitstekend te gebruiken. 'Onlangs nog las ik in een internationaal marketingtijdschrift dat 98% van de regelmatige internetgebruikers productreviews bekijken voordat ze iets kopen. Dat is een waanzinnig hoog percentage. We kunnen niet eens 98% van de mensen ervan overtuigen dat de wereld rond is. Natuurlijk moet je hier als bedrijf je voordeel mee doen.'

Nieuw is bovendien dat bedrijven, en dus ook banken of aanbieders van bijvoorbeeld robo-advies, tegenwoordig door gebruik te maken van big data kunnen achterhalen welke

'DE WIJZE VAN VRAGEN IS ESSENTIEEL VOOR HET ANTWOORD'

potentiële klanten gevoelig zijn voor welk type informatie. De een ziet liever tabellen, de ander liever een filmpje. Wie voor de een autoriteit is, is dit niet automatisch voor de ander.

Gebruik van klantdata

De meeste mensen die werkzaam zijn in de financiële industrie houden van controle en laten zich overtuigen door tabellen, terwijl er ook mensen zijn die meer creatief zijn. Anderen willen dat er goed voor ze gezorgd wordt of zoeken juist naar garanties, zei Maton Sonnemans van marketingstrategiebureau VODW onlangs op het door Fondsnieuws georganiseerde Fondsevent. Banken en vermogensbeheerders zouden er volgens hem goed aan doen deze verschillende klanttypen op verschillende manieren te benaderen, omdat zij door andere zaken overtuigd worden. Dit geldt niet alleen als je dingen aan ze wil verkopen, maar ook als je ze wil helpen met langetermijnvermogensopbouw.

In Nederland ligt het gebruik van klantdata echter heel gevoelig. In 2014 ontstond er grote ophef toen een ING-directeur in een interview met Het Financieel Dagblad zei adverteerders inzicht te willen geven in het betaalgedrag van klanten om op maat gesneden advertenties te kunnen aanbieden. Het plan werd in de ijskast gezet.

‘Omdat ik een wetenschapper ben, heb ik er zelf geen bezwaar tegen als bedrijven mij bijvoorbeeld eerst zouden vertellen welke wetenschappelijke onderbouwing er voor hun claim is’, zegt Cialdini. ‘Ze sluiten hiermee gewoon aan bij wat ik wil weten. Het gaat er volgens mij om dat de gepresenteerde informatie correct is. Ik wil niet worden bedrogen.’ ■

BARBARA NIEUWENHUIJSEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.



NN START PILOT ROBO-PROFILING

Het verbeteren van de zogenoemde ‘customer journey’, de online-klantbeleving, is een hot topic onder banken en vermogensbeheerders. NN Investment Partners begint binnenkort in Polen met een pilot robo-profiling. Het idee hierachter is dat wie wil beginnen met beleggen vaak een lange vragenlijst moet invullen over wie hij is, waarvoor hij wil beleggen en hoeveel risico hij aankan. ‘Tijdens dit zogenoemde “onboarding”-proces haken veel mensen af’, zegt directeur FitVermogen Ronald Sminia van NN IP, die betrokken is bij het project. ‘Zij voelen zich onbegrepen omdat veel van de vragen die ze krijgen niet op hen van toepassing zijn.’ Dat kan slimmer, dachten ze bij NN IP. Dit kan door gebruik te maken van algoritmes gebaseerd op de ‘item response theory’ en door onder andere gebruik te maken van de ‘computerised adaptive testing’-methode. Deze theorieën worden bijvoorbeeld ook gebruikt bij Cito-toetsen en toelatingstesten voor Amerikaanse universiteiten. Hierbij hangt iedere vervolgvraag af van de eerder gegeven antwoorden. In het geval van NN IP krijgt iemand die op basis van een antwoord of kenmerk dat in de richting van een neutraal beleggingsprofiel gaat, een vraag die daarbij past en geen vraag specifiek gericht op meer offensieve of meer defensieve beleggers. Na ieder antwoord ziet de klant vervolgens meteen wat zijn

antwoorden voor invloed hebben gehad op zijn risicoprofiel. Er is continu een metertje in beeld dat aangeeft welk van de profielen, oplopend van ‘sparen’ en ‘zeer defensief’ via ‘neutraal’ tot ‘avontuurlijk’, op basis van zijn antwoorden tot dan toe waarschijnlijk het beste bij hem en het door hem aangegeven beleggingsdoel past. ‘De klant ziet zo dus dat we iets doen met zijn antwoorden, waardoor hij zich beter begrepen voelt en doordat hij alleen de voor hem relevante vragen krijgt, kan hij na vijf of zeven vragen al zicht hebben op zijn definitieve risicoprofiel, in plaats van na twintig of dertig deels irrelevante vragen’, zegt Sminia. Het systeem maakt nadrukkelijk alleen gebruik van de klantgegevens die de klant (of bij collectieve klanten: zijn werkgever) zelf verstrekt heeft. ‘Nee, we kijken niet op Facebook-profielen om te zien waar iemand van houdt, dat geeft mogelijk wrijving met privacy-regels’, aldus Sminia. Het algoritme is wel lerend en houdt rekening met eerdere uitkomsten van klanten met vergelijkbare kenmerken. Zo weet het systeem dat vrouwen vaak minder risico willen nemen dan mannen. In de huidige pilot wordt in eerste instantie nog niet gedifferentieerd met de formulering van de vragen, ‘maar daar kijken we wel naar’, zegt Sminia. ‘We onderzoeken nog wat we kunnen doen als het gaat om de tone of voice.’ Wellicht dat vragen aan jongere mensen op den duur dus anders geformuleerd zijn dan die aan oudere.

DE THEMABELEGGER GEEFT DE ROBOT HET JA-WOORD

'VERVANGING VAN MENS DOOR MACHINE IS NU EEN OPTIE'

BELEGGEN

Het roboticathema kan weleens vatbaar zijn voor bubbels, gelet op de enorme instroom in themafondsen en waarderingen die herinneringen oproepen aan de dotcomcrisis.

TEKST JORGE GROEN

Maken robotica- en kunstmatige-intelligentie-aandelen zich op voor dezelfde snoekduik als internetbedrijven rond de eeuwwisseling? Chief investement officer Han Dieperink van Rabobank sluit het niet uit. Sinds de bank robotica als thema begin 2016 in de aandelenportefeuille heeft opgenomen, zijn de koersen met 50% gestegen. Eerder dit jaar is de positie verdubbeld ten koste van Fang-aandelen, waarvoor volgens hem de wetten van de grote getallen gelden.

'Als Apple een miljard klanten heeft, is het dan voorstelbaar dat twee miljard mensen een iPhone kopen van duizend dollar? Dergelijke grote ondernemingen hebben veel marktmacht, mogelijk monopolies, waartegen dan opgetreden moet worden zoals de Europese Commissie bijvoorbeeld doet. Google, Facebook, Amazon, Netflix en ook Apple missen bovendien de boot in China, de belangrijkste e-commercemarkt

ter wereld,' zegt Dieperink.

Dit jaar gaat het hard met aandelen gelinkt aan robotica en kunstmatige intelligentie. De iStoxx FactSet Automation & Robotics Index staat begin oktober op een jaarwinst van 36%. Dat zorgt voor soms stevige waarderingen bij robotica-aandelen. Voor het aandeel iRobot, producent van robotstofzuigers, en Nvidia wordt begin oktober circa vijftig keer de winst betaald. De koers-winstverhouding van de technologiesector was 44 ten tijde van de techbubbel in 2000.

Zowel de waarderingen als het koersverloop van robotica-aandelen roepen bij Dieperink herinneringen op aan een bubbel die veel beleg-

gers nog vers in het geheugen staat: de dotcomhype. Toch baren ze hem vooralsnog weinig zorgen. De lichte *discount* van begin vorig jaar is weliswaar omgeslagen in een kleine premie, maar die doet geen recht aan de groeivoorzichten van het thema. 'Het is moeilijk alle trends aan de productiezijde over een kam te scheuren, maar te duur zijn deze aandelen nog niet. We staan aan het begin van de hypecyclus, wat betekent dat analisten het omzet- en winstpotentieel vaak onderschatten. Dat laat onverlet dat deze aandelen geraakt kunnen worden door een IT-correctie, maar dat is bijna niet te voorspellen.'

Hier wordt wél winst gemaakt

Een belangrijk verschil met het uitenspatten van de dotcomzeepbel is dat robotica- en kunstmatige-intelligentiebedrijven winst maken, in tegenstelling tot IT-bedrijven destijds, zegt Richard Lightbound. Hij is de topman van Robo Global, de bedenker van de eerste wereldwijde benchmark voor de robot- en automatiseringsmarkt. Vier vijfde van de bedrijven opgenomen in de index heeft in het afgelopen kwartaal de

**CIO RABO:
'HYPECYCLUS
BEREIKT PIEK
PAS OVER
VIJF JAAR'**

winstverwachting verslagen. Robotica, kunstmatige intelligentie (AI) en automatisering zijn volgens hem onderdeel van een langetermijngroeitrend, die losstaat van de richting van de economie. 'Het gaat niet over waarderingen op korte termijn, maar over fundamentele veranderingen in de wijze waarop wij leven.'

Alles wordt een robot

'Alles wordt een robot, en de mens wordt misschien zelfs onsterfelijk,' zei hoogleraar Maarten Steinbuch van de TU Eindhoven recent tijdens een congres voor verzekeraars. Hij is gefascineerd door de ontwikkeling van robotica en kunstmatige intelligentie die na stoom, massaproductie en elektronica weleens de vierde industriële revolutie genoemd wordt. De wet van Moore (de rekenkracht van computers verdubbelt elke twee jaar) zorgt volgens de hoogleraar voor een grote versneling in technologie en kunstmatige intelligentie. Hij verwacht dat robots de mens uiteindelijk in slimheid zullen overtreffen. 'iPhones hebben nu de intelligentie van een muis, maar over twintig jaar zijn ze net zo slim als de negen miljard mensen die dan op de wereld rondlopen. We kunnen ons bijna niet voorstellen hoe snel dat gaat, bizar hè?,' aldus Steinbuch.

Robots zijn niet van gisteren, maar worden al sinds de jaren zestig gebruikt door onder meer autofabrikanten. De grote belofte is het huwelijk tussen mechanica en artificiële intelligentie waardoor robots in staat zijn zichzelf dingen aan te leren. Daarmee dringen steeds meer toepassingen door in de samenleving. Thuis bedienen slimme assistenten de thermostaat en houden robotgrasmaaiers het gazon glad, in het Maasstad Ziekenhuis in Rotterdam heeft de Da Vinci-robot al geassisteerd bij ruim 2500 ingrepen en

in de transportsector ontketent zich een revolutie van zelfrijdende auto's.

Volgens Bank of America Merrill Lynch leveren robots en automatisering op termijn een besparing op aan arbeidskosten van \$9000 mrd. De Boston Consulting Group verwacht voor de sector tot 2025 10% tot 15% groei. Dat is vier tot zes keer hoger dan de wereldeconomie volgens het IMF laat zien. Deloitte gaat uit van een omzetstijging van 300% tot €100 mrd in de komende vijf jaar voor de markt voor robotisering.

'We adviseren u de snelle paden te gebruiken binnen het traag bewegende verkeer,' zei topman Takumi Shibata van Nikko AM recent tegenover zakenmensen in Singapore. De Japanse assetmanager lanceerde in augustus 2015 het Global Robotics Equity Fund, dat met \$6 mrd aan beheerd vermogen de grootste is in zijn soort. Drie maanden na introductie van het fonds stond de teller al op \$2,7 mrd. 'Wat we nu zien in robotica kan gezien worden als de industriële beleggingsportefeuille van over tien jaar,' zei Shibata.

De instroom in robotica- en artificiële-intelligentiefondsen neemt

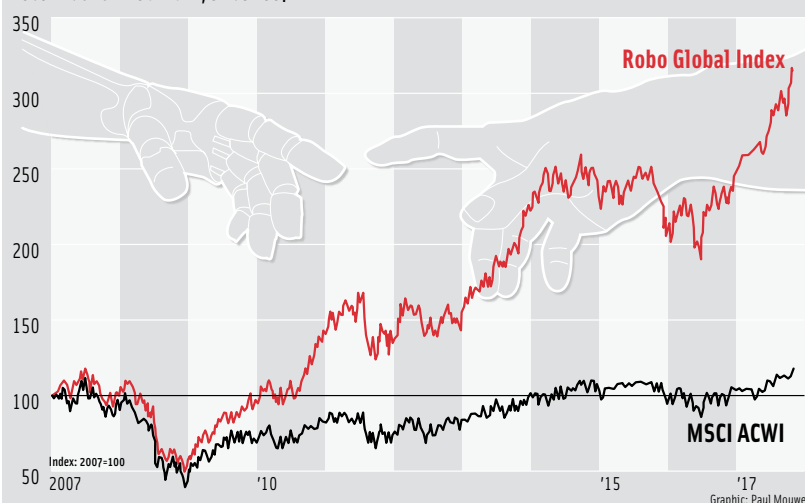
hype-achtige vormen aan, ondanks dat het volgens Dieperink gaat om 'een grote belofte in de verre toekomst, waarvan de impact en waarde lastig zijn in te schatten'. Een substantieel deel van de instroom is institutioneel geld. Dat komt doordat het belang van themabeleggen toeneemt in de assetallocatie.

Dieperink noemt de aandacht voor het thema zowel een kans als een risico. 'Als gevolg van *storytelling* stijgen koersen, waardoor robotica-aandelen veel te duur worden. Het duurt nog wel vijf jaar voordat de hypecyclus zijn piek bereikt. Want het potentiële aandelenuniversum is breder. Het betreft niet alleen informatietechnologie, maar ook industriële ontwikkelingen zoals de robotisering van de logistiek. Cyclisch zit het ook mee. Het wordt aantrekkelijk om mensen te vervangen door machines, terwijl er jarenlang te weinig is geïnvesteerd in bedrijfsapparatuur. En dan weten we nog niet eens hoe kunstmatige intelligentie en big data de wereld zullen veranderen.' ■

JORGE GROEN IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.

Robot vervangt mens

Robo-index en MSCI ACWI, sinds 2007



HET ALTERNATIEVE LONKT

DE ZOEKTOCHT NAAR RENDEMENT, ZONDER LIQUIDITEIT

PRODUCTEN

‘The New Big Thing’: private equity, vastgoed en infrastructuur. Het zijn alternatieven die de harten van de grote jongens sneller doen kloppen.

TEKST LENNEKE ARTS

Heel veel zaken zijn duurder geworden. We kijken vaker over het muurtje van liquide asset classes, naar iets minder liquide categorieën.’ Aan het woord is Koen Van de Maele, wereldwijd hoofd beleggingsoplossingen bij Candriam. In zijn zoektocht naar rendement voor grote klanten als pensioenfondsen en levensverzekeraars kijkt hij ‘actief’ naar vastgoed, private equity, loans voor private equity en leveraged loans. ‘Doordat je niet dagelijks in- en uit kunt stappen, krijg je een illiquiditeitspremie.’

Voor particuliere beleggers is het vaak lastig geld voor een lange tijd vast te zetten, maar voor institutionele partijen speelt dat probleem minder. Zij hebben een lange beleggingshorizon en kunnen het zich veroorloven. Zeker in ruil voor dat zo moeilijk te verkrijgen rendement.

Beleggingen in private-equityfondsen zijn dan ook toegenomen, bleek uit cijfers van dataverstrekker Pitchbook. Meer dan \$240 mrd haalden private-equityfondsen en risicokapitaalfondsen in Noord-Amerika en Europa op in de eerste zeven maanden van 2017.



KOEN VAN DE MAELE

Ook beleggen in infrastructuur is populair, volgens BFinance. Grote beleggers alloceren een groeiend deel van hun portefeuilles naar deze categorie. In Australië en Canada gaat het bij pensioen- en staatsfondsen volgens het consultancybureau inmiddels om zo’n 10%.

Dat merken ook Deutsche Asset Management en M&G. Deutsche AM haalde onlangs €2,5 mrd op voor een tweede infrastructuurfonds en de vraag naar dit soort beleggingen was voor de infrastructuurtak van M&G reden een vijfde infrastructuurfonds te openen.

De continue kasstroom die dit soort alternatieve beleggingscategorieën opleveren dankzij de illiquiditeitspremie is een veelgehoorde

reden voor de populariteit ervan. Sundeep Vyas, verantwoordelijk voor infrastructuurbeleggingen bij Deutsche AM, noemt er nog een: de geringe correlatie met meer gangbare beleggingen. ‘De afgelopen twaalf jaar hebben we de economie zien instorten en opbloeien. Infrastructuurbeleggingen hebben in beide gevallen goed gepresteerd.’

Dan is er nog het huidige economische klimaat. Om de economie te stimuleren en banengroei te creëren, steken overheden meer geld in infrastructuurprojecten. Credit Suisse benoemde infrastructuurbeleggingen om die reden eerder dit jaar als een van de vijf ‘Supertrends’.

BFinance wijst echter op de ook in deze categorie gedaalde rendementen: van 6% tot 9% eerder, naar 4% tot 7% nu. Het effect: meer risicogedrag onder managers van infrastructuurfondsen door vaker in nieuwbouwprojecten te stappen in plaats van in bestaande infrastructuur. ‘Niet alle teams hebben de juiste expertise in huis om zo’n strategie uit te voeren’, aldus BFinance. Deutsche belegt dan ook amper in nieuwbouw. Vyas: ‘Het rendement rechtvaardigt het hogere risico dat deze categorie met zich meebrengt meestal niet.’ ■

LENNEKE ARTS IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

‘Afschaffen pensioen in de

VERMOGENSREGIE

De afschaffing van het pensioen in eigen beheer leidt tot onverwachte bijvangst: veel dga's gaan voor het eerst nadenken over hun financiën.

TEKST PAUL VAN DER KWAST

Het pensioen in eigen beheer was voor veel directeuren-grootaandeelhouders (dga's) nooit een aandachtspunt. Ze hadden er geen interesse voor en nu moeten ze er ineens iets mee', zegt Fred Ruwe, financieel planner bij Lyncs financiële planning. 'En daar moeten ze ook nog voor betalen, want ze zijn door de overheidsmaatregelen min of meer gedwongen om financieel advies in te huren bij een accountant, pensioenadviseur of financieel planner. Of alle drie.'

De afschaffing van het pensioen in eigen beheer (PEB) houdt dga's behoorlijk bezig. Op 31 maart 2017 kwam er een einde aan de opbouw van pensioen binnen de bv. Die was jarenlang erg populair, vooral omdat de jaarlijkse pensioenopbouw een flinke aftrekpost was. Met het reserveren van geld of beleggingen voor de uitbetaling van het pensioen hielden veel dga's zich helemaal niet bezig.

Uiterlijk in 2019 moeten dga's een keuze maken tussen drie alternatieven: niets doen, het PEB afkopen

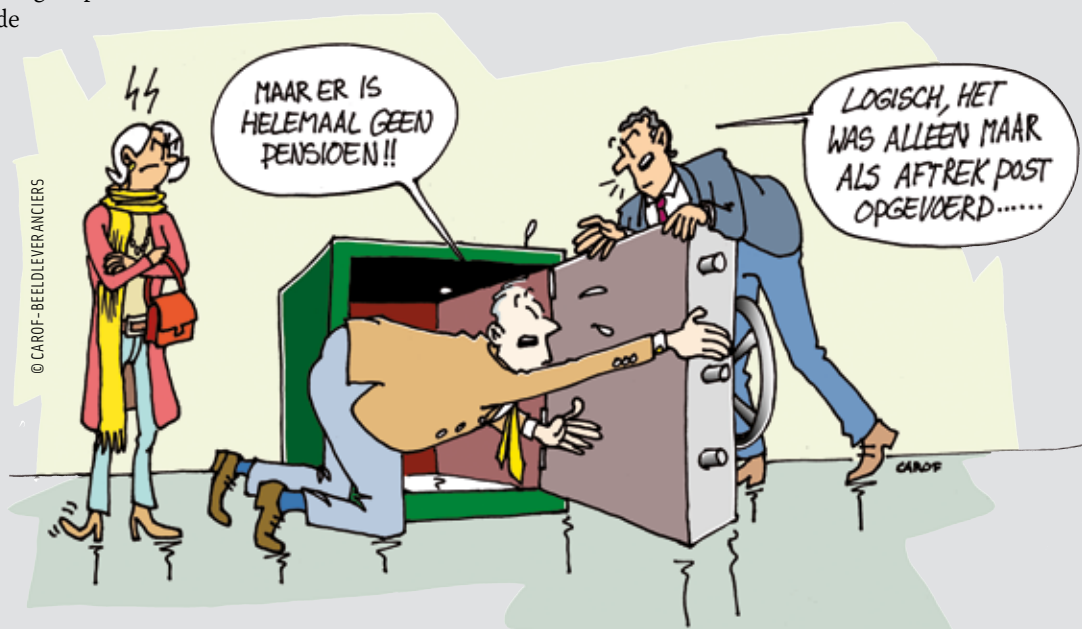
of het PEB omzetten in een soort light-variant van het pensioen in eigen beheer (zie kader).

Te weinig geld is niet zelden een struikelblok als de dga het pensioen wil afkopen. Bij afkoop in 2017, 2018 of 2019 betaalt de dga over alle pensioenverplichtingen in een keer — met korting — belasting. Wat dan nog aan afkoopsom resteert, mag naar privé worden uitgekeerd.

Een alternatief is het omzetten van het PEB in de zogenaamde oudedagsverplichting (ODV). Dat is een soort pensioen-light op een geblokkeerde rekening binnen de bv of als lijfrenteproduct, ondergebracht bij een verzekeraar. Daarbij is er wel een pensioen, maar minder dan bij het PEB; bovendien is het gemaximeerd op twintig jaar. In de praktijk kiezen dga's met een klein PEB vaak voor afkoop, terwijl dga's met een substantieel PEB veelal kiezen voor de ODV. Slechts een kleine groep dga's handhaaft het pensioen in eigen beheer.

Partnercompensatie

Een voor veel dga's onverwacht, maar belangrijk aandachtspunt bij afkoop en bij het omzetten in een 'pensioen-light' is de partnercompensatie. Dat zit zo. De part-



© CAROF-BEELDVERANCIERS

bv is een kans'

ner van de dga heeft wettelijk gezien bij echtscheiding recht op de helft van het pensioen dat tijdens het huwelijk is opgebouwd. Als dit pensioen wordt afgekocht of wordt omgezet in een minder royale variant (ODV), is dat niet alleen voor de dga, maar ook voor diens partner een achteruitgang. Daarom moet de partner daarmee akkoord gaan. Daar moet niet lichtvaardig over worden gedacht. Het kan om vele tonnen gaan. De Belastingdienst eist dan ook dat de partner een speciaal Informatieformulier — te downloaden vanaf de website van de Belastingdienst — ondertekent. Daarmee gaat de partner akkoord met de afkoop dan wel omzetting in een ODV.

'Het is een uitdaging om de dga ervan te doordringen dat dit een belangrijk onderdeel is van het afscheid nemen van het pensioen in eigen beheer', zegt Ruwe. 'De partner moet mee naar de accountant om te tekenen. En het gaat niet alleen om het tekenen, de dga en zijn of haar partner moeten ook nadenken over compensatie.' Immers, door af te zien van zijn of haar deel van het pensioen is eigenlijk sprake van een schenking van de partner aan de dga. Dit speelt vooral bij dga's die onder huwelijkse voorwaarden zijn getrouwd. Hoewel die compensatie in de praktijk meestal pas een issue is bij een scheiding of overlijden, is het toch zaak er nu al een bedrag over af te spreken. En dat ook op papier vast te leggen. Dat kan door de huwelijkse voorwaarden aan te passen, maar ook door bij de notaris een vaststellingsovereenkomst op te stellen of door een rekenmethode af te spreken voor als het bedrag ooit moet worden afgerekend.

Eye-opener

'Een pluspunt van het afschaffen van het PEB is dat er eindelijk goed wordt nagedacht over pensioen en arbeidsongeschiktheid', zegt Bart van de Wouw, senior pensioenadviseur bij Abab accountants en adviseurs. 'Wij zijn begin van dit jaar dga's actief gaan benaderen; bij veel dga's zelf was het bewustzijn dat ze over pensioen moeten nadenken er niet. Ze bouwden vaak alleen pensioenverplichtingen op, maar zetten daarvoor geen geld opzij. Het feit dat ze een besluit moeten nemen over hun pensioen en dat ze over risico's moeten nadenken, is voor velen een eye-opener. En een goede aanleiding om na te

WAT TE DOEN MET UW PENSIOEN?

1. Niets doen.

Voordelen	Geen actie nodig (behalve de opbouw stopzetten) Geen nadelige gevolgen voor partner Relatief hoog pensioen
Nadelen	Dividend uitkeren vaak niet mogelijk Hoge uitvoeringskosten

2. Afkopen.

Voordelen	Minder belemmeringen voor bv Geen belastingclaim meer
Nadelen	Er moet voldoende cash zijn Afspraken met partner nodig Mogelijk meer belasting dan bij uitkeren als pensioen

3. Omzetten in een oudedagsverplichting (ODV).

Voordelen	Een vorm van pensioen blijft gehandhaafd Minder belemmeringen voor bv
Nadelen	Afspraken met partner nodig Minder pensioen dan voorheen ■

denken over zaken als feitelijke pensioenopbouw en de risico's van overlijden en arbeidsongeschiktheid.'

De dga moet een keuze maken voor een van de drie varianten. En als je een keuze maakt, moet je eerst begrijpen wat de gevolgen van die keuze zijn. Gezien de complexiteit valt dat niet altijd mee, zegt Ruwe. 'Het uitleggen van wat de verschillende alternatieven inhouden, is al lastig. Maar het is niet alleen een kwestie van de juiste berekening maken; dat is niet zo moeilijk. De uitdaging is om de dga mee te nemen in het brede plaatje. Wat dat betreft is het afschaffen van het pensioen in eigen beheer voor de dga een mooie aanleiding om diens persoonlijke financiële planning tegen het licht te houden.' ■

PAUL VAN DER KWAST IS JOURNALIST EN ONAFHANKELIJK FINANCIËEL PLANNER.

DE NIEUWE NORM (ALISATIE)

De centrale banken hebben hun balansen sinds 2009 op nooit eerder vertoonde wijze vergroot. De verbetering van de wereldeconomie geeft aanleiding tot de noodzakelijke ‘normalisatie’ en daarmee tot een nieuwe afbouw golf (tapering).

De US Federal Reserve (Fed), Europese Centrale Bank (ECB) en de Bank of England (BoE) zitten in verschillende fases van een monetaire verkrapping, maar de impact op de rentevoeten en de spreads was ongeveer vergelijkbaar. De geschiedenis leert dat vastrentende waarden in elk van de vorige taperingfases anders hebben gepresteerd. Een terugkerend thema is echter dat risicovollere beleggingen zoals converteerbare obligaties, bedrijfsobligaties (zowel kredietwaardige als hoogrentende) en obligaties uit opkomende markten in

lokale valuta het tijdens afbouwperiodes over het algemeen goed hebben gedaan.

Afbouwen van de balansen van centrale banken

In 2007, vóór de kredietcrisis, bedroeg de balans van de Amerikaanse centrale bank (de Fed) ongeveer 6% van het bbp, en die van de Europese Centrale Bank (ECB) 13% van het bbp. Deze balansen werden opgepompt tot respectievelijk 25% en 38%. Medio 2017 omvatten de gecombineerde balansen van de grootste drie centrale banken uit de industrielanden – de Fed, de ECB en de Japanse Centrale Bank (BoJ) – USD 14 biljoen.

Deze situatie is zelden of nooit eerder gezien en de geleidelijke normalisatie van die balansen zal tijd vergen.

Na de mededelingen van de Fed de voorbije kwartalen en de wens van de ECB om haar balans op lange termijn te normaliseren, lijkt de trend nu te keren. Zoals verwacht heeft de Fed onlangs de aftrap gegeven voor de verkrapping, en tegelijkertijd te beginnen met een geleidelijke reductie van haar herbeleggingsbeleid. Er wordt niet verwacht dat de ECB haar balans in de nabije toekomst zal verkleinen, maar de kans is reëel dat ze haar huidige effecteninkoopprogramma in 2018 stopzet, waarmee een ‘gedwongen koper’ van de markt zal verdwijnen.

We komen duidelijk op onbekend terrein en de relatie tussen obligatierendementen en kwantitatieve versoepeling is niet lineair verlopen.

De vijfde afbouwperiode: Deze keer is het anders

Taperen of het geleidelijk afbouwen van de effecteninkopen is geen nieuw fenomeen. Sinds 2009 zijn er aanzienlijke effecteninkoopprogramma's doorgevoerd, maar de bedragen die maandelijks zijn belegd, verliepen niet lineair. Er waren vier eerdere periodes waarin de centrale banken hun impact op de markt hebben verminderd door de aankopen te verminderen of stop te zetten.

Periode 1 was de wereldwijde afbouw van mei 2009 tot september 2010. Het driemaandelijks gemiddelde van de aankopen daalde van USD 215 miljard per maand naar bijna nul. Dat kwam doordat de Fed haar aankopen van QE1 medio 2010 van USD 175 miljard per maand op nul bracht, terwijl de BoE ook afbouwde van USD 45 miljard per maand naar nul.

Periode 2 is de wereldwijde taperingperiode van mei tot september 2011, toen de aankopen daalden van USD 100 miljard per maand naar circa USD 40 miljard per maand.

Periode 3 van de wereldwijde afbouw liep van november 2013 tot februari 2015. De gemiddelde maandelijks aankopen daalden van circa USD 170 miljard per maand naar iets meer dan USD 70 miljard per maand. De QE3-afbouw ging van USD 85 miljard per maand naar bijna nul. Ondertussen liet de ECB haar balans inkrimpen met de terugbetaling van de LTRO's voor een bedrag van circa USD 510 miljard.

Periode 4 begon rond juli 2016, toen de gemiddelde maandelijks aankopen begonnen te dalen van USD 180 miljard per maand naar USD 120 miljard op dit moment. Die verschuiving kwam er door een combinatie van elementen: enerzijds wilde de BoJ de rentecurve onder controle houden,

waardoor ze minder effecten ging kopen dan voorheen (JPY 80 biljoen per maand), en anderzijds verlengde de ECB haar aankopen, zij het in een trager tempo, van EUR 80 miljard per maand naar EUR 60 miljard sinds april 2017.

De FED heeft onlangs (**periode 5**) aangekondigd te starten met de verkrapping van \$10 miljard per maand en dat dit richting eind 2018 zal toenemen tot maximaal \$50 miljard per maand. Het verschil nu in vergelijking met eerdere afbouwperiodes is dat de centrale banken de mogelijkheid onderzoeken om hun participaties af te bouwen door obligaties te verkopen of te laten aflopen zonder de opbrengsten te herbeleggen, waardoor hun balansen daadwerkelijk zouden inkrimpen.

Tabel 1) Excess-rendement obligaties tijdens eerdere tapering perioden (sinds 2009)

	Periode 1 (%)	Periode 2 (%)	Periode 3 (%)	Periode 4 (%)
	mei '09 - sep '10	mei '11 - sep '11	nov '13 - feb '15	jul '16 - aug '17
Wereldwijde converteerbare obligaties	12.5	-15.29	9.6	16.57
Britse kredietwaardige bedrijfsobligaties	19.44	-10.21	2.6	6.85
Kredietwaardige bedrijfsobligaties in euro	11.95	-6.97	3.82	3.84
Hoogrentende obligaties in euro	39.19	-14.95	6.98	10.36
Amerikaanse kredietwaardige bedrijfsobligaties	19.71	-5.94	1.89	5.04
Opkomende markten - lokale valuta	22.37	-11.4	-5.91	12.21

Bron: State Street Global Advisors (SSGA), SPDR ETF's

Hoe heeft Tapering de rendementen beïnvloed?

Als we naar de obligatierendementen voor deze periodes kijken (zie tabel 1), zien we dat de bedrijfsobligaties relatief goed hebben gepresteerd in vergelijking met staatsobligaties, vooral in periodes 1 en 4.

Converteerbare obligaties en staatsobligaties van de opkomende markten in lokale valuta hebben het ook goed gedaan in deze fase van vertraagde effecteninkopen. Ondertussen kregen de hoogrentende euro-obligaties steun van het CSPP (Corporate Sector Purchase Programme) en de zoektocht van beleggers naar rendement.

Deze posities doen het doorgaans goed wanneer de economie groeit. Bijgevolg komt een afbouw gewoonlijk voor wanneer economie groeit en de risicovollere delen van de markt het goed doen. Converteerbare obligaties kunnen door hun lagere rentegevoeligheid en hun link met aandelen in dergelijke fases hogere rendementen genereren in vastrentende portefeuilles.

De Fed: Connecting the Dots...

De vier renteverhogingen sinds december 2015 hebben de rentedoelstelling verhoogd naar een bereik tussen de 1% en 1.25%. We verwachten dat de Fed de rente in december 2017 opnieuw zal verhogen. In 2018 komen er daarentegen mogelijk slechts enkele renteverhogingen. Volgens de zogeheten 'dot plots' komen er mogelijk twee renteverhogingen of minder, als de gematigde inflatie aanhoudt, tot maar liefst vier renteverhogingen als de inflatie zou versnellen.

Het bovenstaande schetst enkel het monetaire beleid. De andere tool die de Fed heeft om de reële rente te verhogen, is haar balans.

Voorlopig kunnen de ECB (en de BoJ) het totaal van de activa van de drie grote centrale banken nog uitbreiden, minstens tot ergens in het eerste kwartaal van 2018. Dit zou voor effecten met een behoorlijke spread gunstig nieuws kunnen zijn. Tegelijkertijd laten de sterke euro en de matige inflatie de ECB slechts één keuze: voorzichtig en geleidelijke afbouw van het ruime beleid.

Wanneer zal Normalisatie de Expansie Beïnvloeden?

De kans op een normalisatie is groot, en wij gaan ervan uit dat die er geleidelijk komt en enige tijd zal duren. Daarom zou het streven naar rendement uit obligaties uit opkomende markten of het toevoegen van converteerbare obligaties de mogelijkheid kunnen bieden om hogere rendementen te behalen in een vastrentende portefeuille. Als we kijken naar 2018 zou er een meer gesynchroniseerde afbouw kunnen komen. Beleggers zullen dan hun posities moeten herzien in het licht van de onbedoelde gevolgen van een verkrapping als gevolg van economische groei. Welkom bij de nieuwe norm(alisatie)!

U kunt het volledige rapport downloaden op:
spdrs.com

STATE STREET
GLOBAL ADVISORS
SPDR

AUTOSECTOR BEGINT AAN EEN OPSTANDING

'DIT DECENNIUM VERANDERT ER MEER DAN AFGELOPEN EEUW'

SECTORANALYSE

Elektrisch rijden is een groeiverhaal. Hierdoor komen autofabrikanten, batterijproducenten, lithiumleveranciers en recyclebedrijven op de radar van beleggers. Veel van de belofte lijkt al in de aandelenkoersen ingeprijsd.

TEKST MAARTEN VAN DER PAS

De auto-industrie verandert in de komende tien jaar ingrijpender dan in de voorafgaande honderd jaar, zei Volkswagen-topman Matthias Müller dit jaar op een bijeenkomst voor de auto-industrie. Hij verwees naar de opkomst van elektrisch aangedreven auto's, de ontwikkeling van zelfrijdende auto's en veranderingen in het bezit zoals het delen van auto's.

De vraag van consumenten naar elektrische auto's is nu nog erg afhankelijk van overheidssubsidies en belastingvoordelen. Dat zal tot 2020 nog wel het geval zijn, meent Morningstar-analist David Whiston. Verbeterde batterijtechnologie zoals de 'solid state'-batterij met een grotere actieradius en kortere oplaadtijd, zal de acceptatie van elektrische auto's steeds meer vergroten. Hij verwacht dat de kosten van een batterij in 2025 gelijk zijn aan die van een verbrandingsmotor. Dan kun-

nen elektrische auto's ook op productiekosten de concurrentie met reguliere auto's aan. Whiston en zijn collega's denken dat het aantal elektrische auto's groeit van minder dan 1% van de wereldwijde autoverkopen nu — circa 800.000 stuks — naar 10% in 2025, zijnde 11 miljoen auto's.

Wie elektrisch rijden zegt, denkt vooral aan Tesla. 'Tesla heeft de mogelijkheid om een dominante fabrikant van betaalbare, elektrische auto's te worden en loopt voorop met technologie voor zelfsturende auto's. Maar of Tesla daadwerkelijk een rol van betekenis gaat spelen hangt af van de marktpenetratie van elektrische auto's en hoe succesvol andere fabrikanten met elektrisch rijden zijn', relateert Whiston. De auto-industrie-analist ziet significante risico's bij beleggen in Tesla, gezien de jonge leeftijd van de onderneming, de grote toekomstige behoefte aan kapitaal en haar hoge schuldniveau na de overname van SolarCity. 'Tesla heeft op dit moment geen concurrentievoordeel, omdat het zich nog relatief vooraan bevindt in zijn levenscyclus en een hoge mate van

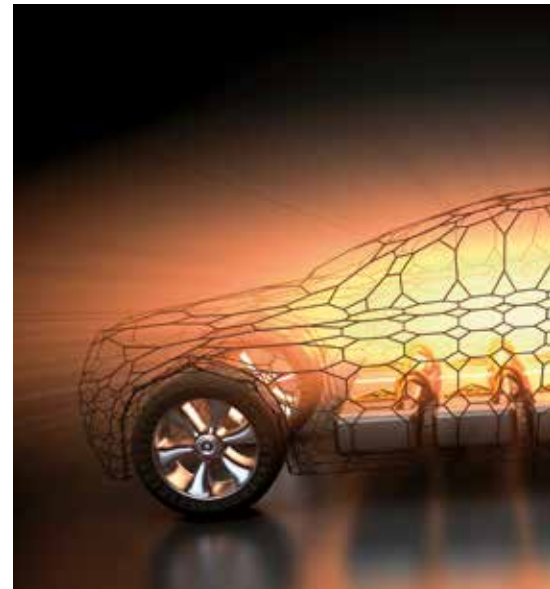


FOTO: HOLLANDSE HOOGTE

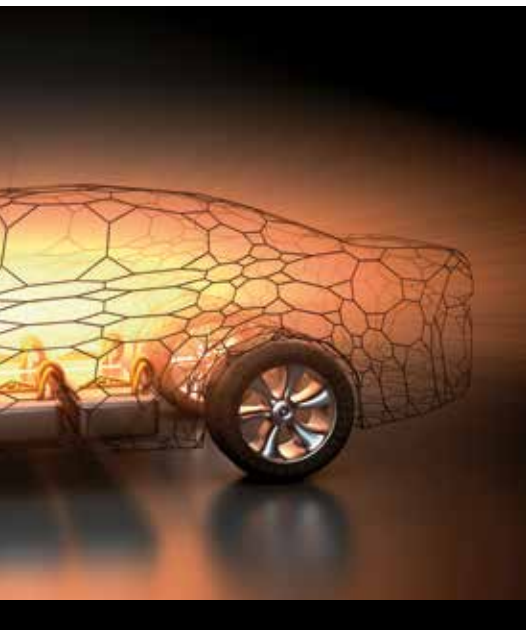
operationeel risico herbergt als het nieuwe modellen en nieuwe productiecapaciteit toevoegt. Ik zie niet dat Tesla het benodigde massaproductievolume binnen tien jaar bereikt. Ook heeft het bedrijf nog geen economische crisis meegemaakt.'

Met een koers van bijna \$357 zit het aandeel ruim boven de fair value

van \$197 die analist Whiston voor de autofabrikant berekent. Dat maakt het aandeel in zijn ogen nu behoorlijk overgewaardeerd.

Betere batterij op komst

De batterij is het hart van de elektrische auto en maakt ongeveer een derde van de prijs uit. Grote producenten zijn Panasonic, LG Chem, Byd, AESC en Samsung SDI. Panasonic ontwikkelt samen met Tesla de 'gigafactory' voor batterijproductie, maar levert ook aan Toyota en Volkswagen. LG Chem heeft sterke banden met GM, Ford en Audi. BYD is een Chinese batterij- en autofabrikant. AESC is in handen van Nissan en levert bat-



terijen voor de Nissan Leaf. Samsung SDI is leverancier van BMW.

De lage winstgevendheid van de meeste batterijfabrikanten baart Morninstar-analist Kazunori Ito zorgen. 'Batterijproductie vraagt veel investeringen in onderzoek en ontwikkeling naar hogere energiedichtheid. Veel bedrijven kampen dan

ook met een lage winstgevendheid. Het is zaak dat batterijfabrikanten hun operationele marge en winstgevendheid verbeteren.' De koers van het aandeel Panasonic staat ruim 20% onder Ito's fair value van ¥1,950. Ito: 'Wij verwachten dat Panasonic winstgevendheid verbetert met de gigafactory, maar de markt denkt mogelijk dat de lage winstgevendheid langer aanhoudt.'

Met de opkomst van de elektrische auto en andere oplaadbare apparatuur is de vraag naar lithium explosief gestegen. Morningstar verwacht het komende decennium een jaarlijkse stijging van 16%. 'We voorzien voor 2025 een vraag naar lithium van 775.000 ton. In 2015 was dat nog 175.000 ton,' vertelt analist Seth Goldstein. Het is onduidelijk of het aanbod de vraag weet bij te houden. 'Plaatsen waar het duurder is om lithium te winnen zullen moeten worden ontgonnen om aan de extra vraag te voldoen. Daarom zal de prijs van lithium met meer dan 40% gaan stijgen van ruwweg \$7000 per ton in 2016 naar \$10.000 per ton in 2020.'

De drie grootste lithiumproducenten zijn het Amerikaanse Albemarle, het Argentijnse FMC en het Chileense SQM. Albemarle heeft de beste uitgangspositie, vindt Goldstein. 'Het scoort het beste op lithiumproductie en -reserves, groei, kosten en operationeel risico. De onderneming heeft de grootste

blootstelling aan lithium en weet deze te vergroten door expansie. We verwachten dat Albemarle zijn kasstroom in de komende vier jaar zal verdubbelen door hogere volumes en lithiumprijzen.'

Sinds 2015 zijn de koersen van Albemarle, SQM en FMC fors gestegen. Met een koers van bijna \$139 en een fair value van \$130 vindt Goldstein het aandeel Albemarle licht overgewaardeerd. Dat geldt ook voor SQM en FMC.

Zet een andere bril op

Vanuit duurzaamheidsoogpunt is het wenselijk om batterijen aan het einde van hun levenscyclus te recyclen, zodat er minder nieuwe grondstoffen gewonnen hoeven worden, vindt Jenny Overman, analist basismaterialen bij ING. Lithium is volgens haar vanwege de hoge kosten nog niet zo aantrekkelijk om te recyclen, maar ze verwacht dat dit door de groeiende vraag snel verandert.

'Een bedrijf dat profiteert van de groeiende vraag naar batterijgrondstoffen is het Belgische Umicore,' vertelt Overman. 'Het is een wereldspeler in materiaaltechnologie en recycling. Om dat laatste te verbeteren, werkt Umicore samen met fabrikanten van elektrische auto's zoals Toyota, Nissan en Tesla.'

De kansen voor batterijrecycling en -technologie zijn zeer aantrekkelijk. Overman: 'De groeivoorzichten zijn nu in de koers van Umicore ingeprijsd. Het aandeel is erg gevoelig voor een tegenvaller.' De opkomst van de elektrische auto maakt het voor beleggers noodzakelijk om met een andere bril naar de auto-industrie te kijken: batterijfabrikanten, grondstofleveranciers en recyclingbedrijven worden essentieel. ■

SCHATKAMER VAN DE ELEKTRISCHE AUTO: DE BATTERIJ

MAARTEN VAN DER PAS IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.

Mifid II: Klant bepaalt niet zelf wat geschikt voor hem is

IRIS VAN DE LOOIJ: STIP OP DE HORIZON LIGT NU VOORBIJ OFFICIËLE DATUM VAN 3 JANUARI 2018

COLUMN

Het vaststellen van geschiktheid is een van de belangrijkste pijlers van beleggersbescherming. Zonder het goed in beeld brengen van de financiële situatie en de behoeften van de klant, kan het in de rest van het beleggingstraject misgaan. Reden voor de Europese toezichthouder Esma om met een consultatie van nieuwe richtlijnen op geschiktheid te komen. De timing, midden op het drukste punt van de implementatie van de EU-richtlijn Mifid II, is echter niet echt gunstig.

De nieuwe richtlijnen zijn een update van de bestaande geschiktheidsvereisten uit 2012. De Esma zegt dat een update nodig was op basis van bevindingen van lokale toezichthouders. Daarnaast speelt ook de toename van robo-advies mee, alsook dat er meer beschikbaar onderzoek is op het vlak van behavioral finance. De finale richtlijnen worden verwacht in het eerste of tweede kwartaal van 2018. Dus wie dacht aan het eind van dit jaar wel klaar te zijn met de Mifid II-implementatie, komt bedrogen uit.

Risico van vragenlijsten

De richtlijnen benadrukken nogmaals dat de verantwoordelijkheid voor het vaststellen van geschiktheid bij het bedrijf ligt en niet bij de klant zelf. Door de groeiende onlinedienstverlening wordt de geschiktheid steeds vaker vastgesteld door het invullen van een vragenlijst. Esma ziet hierin een risico als er onvoldoende rekening wordt gehouden met de psychologie en het gedrag van de klant. Zij ziet praktijkvoorbeelden van onduidelijk gestelde vragen met gebruik van veel jargon. Daarnaast worden een opzet en een opmaak gebruikt die de antwoorden van de klant zouden kunnen sturen. De richtlijnen bepalen dat vragenlijsten moeten worden herzien om deze risico's weg te nemen.



FOTO: HOLLANDSE HOOGTE

De richtlijnen gaan ook in op de aansluiting van de klant met het juiste product. Dat vereist dat een organisatie beleid en procedures beschikbaar heeft om alle karakteristieken van een product, inclusief kosten en risico's, te kunnen bepalen. Dus naast het 'Ken uw klant' is ook 'Ken uw product' een essentiële pijler geworden. Mifid II introduceert de doelgroepbeschrijvingen voor ieder beleggingsinstrument. Esma geeft in de consultatie aan dat ze de gebruikte parameters voor geschiktheid en voor de doelgroepbeschrijving in de toekomst graag hetzelfde wil hebben. Daarmee is er over de geschiktheid van een product voor een individuele klant geen discussie meer mogelijk.

Geschikte transactie

Mifid II heeft de geschiktheidsverklaring in het leven geroepen. Het is een document dat bij ieder beleggingsadvies uitlegt waarom een bepaald advies geschikt is voor de klant. De markt worstelt echter met de implementatie van deze verklaring. Vooral het beschikbaar krijgen van de totale kosten van de switch is een uitdaging. Dat geldt vooral voor een beleggingsfonds of voor transacties met vreemde valuta. De richtlijnen benadrukken dat het moet gaan om een kosten-batenanalyse. Dus ook het hogere rendement dat van de switch wordt verwacht, moet tegen de kosten worden afgezet. Dat laatste is beslist nog een punt waar marktpartijen aan moeten werken om daarmee op het niveau van de richtlijnen te komen. De nieuwe richtlijnen zijn een duidelijke stip op de horizon. Maar het is een stip die wel voorbij de officiële datum van implementatie van 3 januari 2018 ligt. ■

IRIS VAN DE LOOIJ IS ZELFSTANDIG ADVISEUR. EERDER WERKTE ZIJ ONDER MEER ALS GROUP HEAD OF INVESTMENT SOLUTIONS BIJ KBL EUROPEAN PRIVATE BANKERS.



AMAZON: BULLDOZER IN RETAILSECTOR

CONCURRENTIE VERWEERT ZICH MET CONCEPTINNOVATIE

BELEGGEN

Retailers met traditionele bedrijfsmodellen kunnen de snelheid en innovatiekracht van Amazon nauwelijks bijbenen. Hun merken lijken vanwege de techrevolutie niet Amazon-proof te zijn, waarschuwen experts.

TEKST LENNEKE ARTS

Zowel bij aankondiging van de overname van Whole Foods door Amazon deze zomer, als op de dag dat Amazon bekendmaakte de prijzen van de overgenomen supermarktketen te verlagen, verloren bedrijven uit de supermarktbranche procenten op de beurs. In sommige gevallen meer dan 10%.

Amazon, het Amerikaanse e-commercebedrijf dat in 1997 naar de beurs ging, marcheert met zevenmijlslaan door de retailsector. Samen met andere platformbedrijven als Google en Facebook veroorzaakt het een evolutie in consumentenvoorkeuren en -aankoopgedrag, stelt portfoliomanager Alison Porter van het global technology team van Janus Henderson.

Neem de introductie van Alexia, een Siri-achtige applicatie die klanten door middel van spraak verleidt tot de meest relevante aankoop. 'Het ooit met veel zorg opgezette zoek-

algoritme verandert in één klap door het gebruik van de stem', waarschuwde professor Scott Galloway van de New York University Stern School of Business eerder dit jaar tijdens een Amazon Clinic.

Dat kan volgens de marketingprofessor de winstmarges van bedrijven als Procter & Gamble en Unilever onder druk zetten, doordat Alexia vooral producten van het eigen huiskamer aanprijst als een klant op soortnaam zoekt.

Het is nogal een verschil of een klant Alexia de opdracht geeft te zoeken naar 'speelgoed', of naar 'een Barbie', zeggen ook portfoliomanagers Ashish Kochar en Amit Kumar

'HOE WIN JE VAN EEN BEDRIJF DAT GEEN WINST WIL MAKEN?'

van Columbia Threadneedle, wijzend op het toenemende belang van naamsbekendheid van een merk.

Via de long-shortfondsen Threadneedle Lux American Absolute Alpha en Threadneedle American Extended Alpha beleggen ze via longposities in bedrijven van hun voorkeur — zoals Amazon. Intussen zitten ze short in bedrijven die volgens de managers kwetsbaar zijn, om op die manier dubbel te profiteren van de techontwikkelingen.

Missing link

Is een waarschuwing voor Unilever en Procter & Gamble op zijn plek? Kochar en Kumar denken van niet. 'De merken die zij in handen hebben, zijn zó sterk. Die vallen niet zomaar om.' Het zijn volgens hen eerder de traditionele supermarktketens 'met een hopeloos verouderd businessmodel' die onder druk staan, zonder dat ze daarbij specifieke namen willen noemen. Breder gezien bestempelen de twee bedrijven in 'food' als waarschijnlijke slachtoffers, net als private-labelbedrijven.

De missing link bij de bedrijven die de hete adem van Amazon in de nek voelen is volgens de portfoliomanagers onder meer de adoptie van technologische ontwikkelingen. Want, zo merkt ook Porter van Janus Henderson op: ‘Technologie zal een steeds groter onderdeel van ons leven worden. Artificial intelligence zal technologie alomtegenwoordig maken, en makkelijker te gebruiken. Met als gevolg: meer geautomatiseerde aankopen, meer sensoren, en stem- en aanrakingsgedreven beslissingen. Dat daagt winkels uit klanten op een andere manier te verleiden naar hun fysieke winkel te komen.’

Galloway noemt nog wat anders waarin Amazon beter lijkt dan anderen: geld uitgeven. In een telefonische toelichting tegenover Fondsnieuws: ‘Het aandeel blijft stijgen, maar het bedrijf draait zo’n beetje break-even. Daardoor heeft het veel goedkoper kapitaal dan andere retailers en kan het enorme investeringen doen. Investeringen die andere retailers niet kunnen doen.’ Om vervolgens voormalig ceo Mickey Drexler van de Amerikaanse retailer J. Crew te citeren: “Hoe kun je concurreren met een groot bedrijf dat niet winstgevend wil zijn?” Voor traditionele spelers is dat ongelooflijk moeilijk.’

Amazon-proof

Toch maakt Amazon niet alleen maar slachtoffers. Kochar en Kumar van Columbia Threadneedle raden beleggers vooral aan zich te verdiepen in de bedrijfsmodellen van de ondernemingen waarin ze beleggen. ‘Als actieve managers maken wij het onderscheid tussen bedrijven die onder concurrentiedruk staan, en zij die “Amazon-proof” zijn en in staat zijn te blijven groeien.’ Merkracht helpt daarbij, meent het tweetal. Sterk is een merk volgens



AMAZON-TOPMAN JEFF BEZOS FOTO: HOLLANDSE HOOGTE

hen als de kloof tussen nummer één en twee binnen een deelsector groot genoeg is — zoals het geval is bij Google Search versus Yahoo; of als een merk een sterke herinnering of emotie oproept, zoals bij Barbie.

En dan zijn er nog de bedrijven die het voorbeeld van Amazon volgen en online óók weten te implementeren in het bedrijfsmodel. Enthousiast zijn de portfoliomanagers bijvoorbeeld over Costco, een Amerikaanse retailer die klanten onlangs nog een ‘1 year emergency food kit’ aanbood voor \$999,99 met daarin 6200 gevriesdroogde porties eten voor het geval zich een grote ramp aandient. De fees die het bedrijf ontvangt via de uitgaven die leden doen via hun clubcard, zorgen voor stijgende omzetten en winsten.

Ook marketingprofessor Galloway kan moeiteloos enkele retailers noemen die heus bloeien in het Amazon-tijdperk. ‘Best Buy, Sephora; zij blijven floreren. Hoewel ze niet één duidelijk kenmerk delen, hebben ze met elkaar gemeen dat ze flink investeren in hun digitale mogelijkheden.’

Wat deze spelers ook doen, is zich richten op zaken die Amazon

niet heeft: een functionaliteit als ‘click and collect’, waarbij een klant zijn online bestelde product direct in een winkel met voldoende voorraad op kan halen. Galloway: ‘Retailers hebben ontdekt dat hun winkels, die traditioneel als passiva werden gezien, assets zijn, en gebruikt kunnen worden als magazijn.’

Iets anders dat de winnaars binnen de retailsector doen, is investeren in wat Galloway *organic intelligence* noemt. ‘Ze investeren in hun personeel, nu mensen niet langer naar een winkel gaan vanwege het productaanbod, maar vanwege het personeel. Omdat ze zoeken naar snelheid — het zo snel mogelijk vinden van hun gezochte product — of naar expertise, als ze een meer complexe aankoop willen doen.’

Bedrijven die dat goed en succesvol doen, zijn Home Depot, maar ook Starbucks, het bedrijf dat volgens Galloway op het moment meer geld steekt in de gezondheidszorg van en het opleidingsaanbod voor zijn mensen dan in koffiebonen. ■

LENNEKE ARTS IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

TIEN JAAR FONDSEVENT



JUBILEUMEDITIE 2008-2017

HET FONDSEVENT VIERDE OP 25 SEPTEMBER DE TIENDE EDITIE. DE EERSTE DATEERT VAN 22 SEPTEMBER 2008, ÉÉN WEEK NA DE VAL VAN LEHMAN BROTHERS. HET EVENT VOOR PRIVATE BANKERS EN VERMOGENSBEHEERDERS IS EEN DAG VOL EDUCATIE EN INSPIRATIE IN SAMENWERKING MET NEGEN FONDSHUIZEN.

Credit: Matthijs Immink



BELEGGINGSSTRATEGIEËN

Tijdens het Fondsevent zijn 9 strategieën voor een uitdagende toekomst gepresenteerd. Bekijk ze op: www.fondsevent.nl

DE GROENE REVOLUTIE SLUIPT NAAR ONS TOE

KLIMAATVERANDERING: VAN DE RISICO'S NAAR DE KANSEN

DUURZAAMHEID

Assetmanagers en banken voeren steeds nadrukkelijker beleid om invulling te geven aan het Klimaatakkoord van Parijs, zo bleek tijdens de masterclass Duurzaam beleggen. Zonder slag of stoot gaat dat echter niet.

TEKST REDACTIE FONDSNIEUWS

Het nieuwe kabinet-Rutte III kreeg een zuinig onthaal. Veel maatregelen — sommige van het zuur, andere van het zoet —, maar wat ontbrak was de bijsluiters. De premier of de andere drie ministers van dit veelpartijkabinet deden beperkt moeite om duidelijk te maken wat de visie achter de verhoging van de btw is, of bijvoorbeeld achter de afschaffing van subsidies op zonne-energie. Toch lijkt het regeerakkoord wel degelijk een langetermijnplan te bevatten.

Naast vereenvoudiging van het stelsel is dat de opmaat naar een energietransitie. Die is broodnodig, want bij het Klimaatakkoord van Parijs is afgesproken dat de temperatuurstijging tot maximaal 2 graden beperkt moet blijven. Om dat ambitieuze doel te bereiken is een wereldwijde mobilisatie nodig, gericht op verlaging van de broeikasgassen. Als die er niet komt, zo ver-

klaarde wetenschapper Rob Swart ter introductie van de masterclass Klimaatverandering, de risico's én de kansen, dan staat er 'een tragedie aan de horizon' op ons te wachten, zo citeerde hij Mark Carney, de gouverneur van de Engelse centrale bank die eerder waarschuwde voor de fysieke, de verzekerings- en de transitierisico's.

Financiële instellingen, zoals assetmanagers, zijn gespitst op de risico's van klimaatverandering, zo maakte Antoine Sorange van Amundi duidelijk. Het hoofd ESG-onderzoek vertelde dat het Franse fondshuis een gestandaardiseerde aanpak heeft die zich richt op 15

MET WORTEL EN STOK KAN VERANDERING WORDEN BEREIKT

algemene en 21 sectorspecifieke kwantificeerbare ESG-criteria. Daarbij wordt onder meer gekeken naar het gebruik van water en energie, arbeidsomstandigheden, betrokkenheid van de gemeenschap, maar ook naar de onafhankelijkheid van de raad van commissarissen, controle en beloning. Daarnaast wordt gebruik gemaakt van externe informatie, bijvoorbeeld van de Nasa op het gebied van waterproblemen ten gevolge van schaliegasboringen. Sorange toonde een staafdiagram van bedrijven in de schaliegasindustrie die bij hun productie een te groot beslag op het beschikbare water leggen. Dat inzicht is mede bepalend voor het beleggingsbeleid van Amundi.

ESG-criteria zijn ook vanuit financieel oogpunt belangrijk, omdat ze volgens hem een grote impact hebben op de (niet-)meetbare waarde van de onderneming. Hij noemde in dat verband concreet reputatie, operationele efficiency en regulering. Op basis hiervan worden bedrijven uitgesloten. Deze risicogedreven aanpak, zo bena-

drukt Sorange, zorgt voor outperformance tegenover de benchmark.

Lisa Beauvilain, hoofd duurzaamheidsbeleid van Impax, een bedrijf dat verbonden is aan BNP Paribas Asset Management, ging in haar bijdrage nader in op de implementatie van het beleid. Zo staat voor Impax financiële performance voorop en is de milieu-impact een natuurlijke uitkomst van het selectieproces dat men voert. Daarbij ligt het accent volgens Beauvilain op een beleggingsbeleid dat een positieve bijdrage moet hebben op 'people, profit and planet' en niet alleen op negatieve screening kan zijn gericht. Ze stelde dat de netto CO₂-voetafdruk een betere maatstaf is om aan te houden dan de uitstoot van kooldioxide.

Knetterende ruzies

Dat de afweging tussen ESG-criteria en financiële ratio's niet vanzelf

gaat, benadrukte Lodewijk van der Kroft, partner van de Franse manager Comgest. Hij erkende dat er soms sprake is van 'knetterende discussies'. Dat betreft vooral bedrijven in opkomende markten, waarin Comgest belegt.

Hij noemde het voorbeeld van een bedrijf dat is opgezet door een zeer succesvolle ondernemer, die overstapte van de raad van bestuur naar de raad van commissarissen. Een deel van de partners van Comgest vond dat men daar om governance-redenen tegen moest stemmen, maar anderen wezen op het feit dat het in Azië vanzelfsprekend is dat de oprichter ook de sterke man van het bedrijf blijft, ongeacht diens leeftijd. In algemene zin onderschreef Van der Kroft echter dat voor een langetermijnaandelenbelegger als Comgest ESG-criteria een garantie zijn voor een duurzame waarde-ontwikkeling.

Valeria Dinershteyn, duurzaamheidsexpert van Kempfen, stelde dat de risico's van klimaatverandering beantwoord dienen te worden met een revolutie van de drie D's: decarbonisatie, digitalisering en decentralisatie. 'We moeten van traditionele brandstoffen naar duurzame energie(dragers) en we moeten naar intelligente vormen van digitalisering en naar een meer efficiënte allocatie van bronnen,' zei Dinershteyn.

Volgens haar kunnen vooral institutionele beleggers deze ontwikkeling bespoedigen door een beleid van 'de wortel en de stok' te volgen: investeer in duurzame energie, desinvesteer in fossiele brandstoffen.

Piet Sprengers, hoofd duurzaamheidsbeleid van ASN, liet zien hoe de bank een positieve bijdrage aan de uitdagingen van klimaatverandering geeft door te eisen dat alle investeringen van de bank (net als van de moeder Volksbank) in 2030 netto klimaatneutraal zijn. Die doelstelling wordt bereikt door CO₂-emissies te neutraliseren door investeringen mogelijk te maken die emissies vermijden. 'Dat betekent dat al onze investeringen samen evenveel broeikasgassen voorkomen als uitstoten. Dat doen we door veel minder geld te steken in activiteiten die broeikasgassen uitstoten, en nog meer te investeren in duurzame energie en energiebesparing.'

Tegelijkertijd heeft Sprengers zich met het Platform Carbon Accounting Financials toegelegd op de opstelling van een standaardmethodiek waarmee partijen de klimaatimpact van hun investeringen en financieringen kunnen meten. Het doel van het platform is om de doelstellingen te formuleren voor het terugdringen van de klimaatimpact door financiële instellingen. ■



LISA BEAUVILAIN SPREEKT TIJDENS MASTERCLASS FOTO: BINH TRAN

HET HEDGEFONDS IS GEEN ZONDAGSKIND MEER

KLANTEN MISSEN VAAK DE 'SKILLS' OM HET GOED TE DOEN

PRODUCTEN

Na een bullmarkt van bijna negen jaar zoeken steeds meer beleggers naar mogelijkheden hun portefeuille te beschermen tegen harde klappen. Trendvolgende hedgefondsen lijken daarbij over het hoofd gezien te worden.

TEKST HARM LUTTIKHEDDE

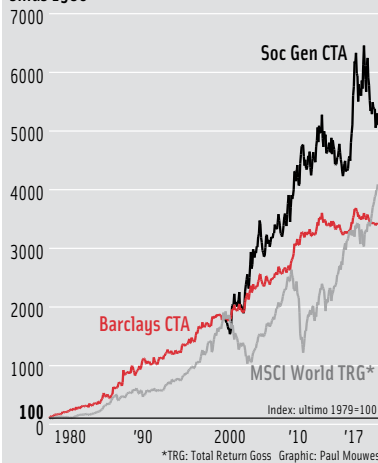
Door de groeiende zorgen over de duur van de economische cyclus in combinatie met de hoge waarden op de beurzen, neemt de focus op kapitaalbehoud toe. Hedgefondsen zouden van dergelijke omstandigheden moeten profiteren door geld van beleggers aan te trekken die hun portefeuille willen beschermen tegen mogelijk grote koersdalingen.

Maar hoewel het wereldwijd vermogen beheerd door hedgefondsen sinds de crisis met 50% gestegen is tot het huidige niveau van \$3000 mrd, blijven Nederlandse beleggers terughoudend ten aanzien van hedgefondsen. Ze zijn veelal teleurgesteld over de prestaties tijdens de financiële crisis, maar ook die van daarna.

'In Nederland zijn veel partijen in hedgefondsen gaan beleggen na de succesjaren van 2000-2002', zegt Ruud Smets, partner van de in 2001 opgerichte hedgefondsen-specialist Theta Capital Management.

Koelbloedigheid vereist

Aandelen en trendvolgende hedgefondsen (CTA's) sinds 1980



'Gedurende die jaren van het ineensstorten van de dotcom-bubbel verloor de MSCI World Index 41%, terwijl de HFRX Global Hedge Fund Index met 30% steeg. Er heeft vervolgens een onstuimige groei plaatsgehad, zowel van nieuwe hedgefondsen, waarvan vele van ondermaatse kwaliteit, als van beleggers in deze fondsen, waarvan velen niet goed uitgerust waren om de kwaliteit ervan te beoordelen.'

In 2008 werden daarvan de ge-

volgen zichtbaar. Door de ineensstorting van het bankensysteem viel de liquiditeit in de markten volledig weg. 'Hierdoor werden vooral partijen met leverage hard geraakt, waaronder veel op papier conservatief gepositioneerde hedgefondsen. Deze fondsen zaten bijvoorbeeld long in senior schuldpapier en short in junior schuldpapier om te profiteren van de crisis, maar hadden hun operationele zaken niet op orde en werden door de financierende banken gedwongen hun posities af te bouwen op het slechtste moment.'

Liquiditeit

Ook de in paniek rakende (nieuwe) beleggers trokken hun geld uit deze fondsen en zorgden daarmee voor toenemende verliezen. De HFRX Global Hedge Fund Index verloor dat jaar, waarin de MSCI World Index met 42% onderuitging, 23%. 'Daarmee voldeden hedgefondsen niet aan de hoge verwachtingen van de nieuwe beleggerschare.'

De afgelopen jaren waarin aandelen- en obligatiemarkten record na record braken, gestuurd door de grenzeloze liquiditeit, boden weinig

redenen voor beleggers om opnieuw naar hedgefondsen te kijken. Maar nu het einde van deze liquiditeitsgedreven markten zich aandient, ziet Smets daar verandering in komen.

'De huidige situatie lijkt veel meer op die van begin deze eeuw. De alom vertegenwoordigde disruptie zorgt voor veel winnaars en verliezers en het langzaam onttrekken van de in het financiële systeem gepompte liquiditeit zal eenzelfde effect hebben. Onze hedgefondsbeheerders voorzien dan ook een periode van veel kansen aan de long-, maar ook nadrukkelijk de shortkant. Vooral vermogensbeheerders die het de laatste jaren goed hebben gedaan met hun long-only beleggingen, zien we nu weer naar hedgefondsen kijken, waarbij ze het beheer wel aan specialisten willen overlaten.'

Smets betwijfelt echter of Nederlandse instituten hierin mee zullen gaan. 'Veel institutionele beleggers hebben een laag enkelcijferig percentage gealloceerd naar hedgefondsen, met een focus op zeer lage correlaties, geïnstitutionaliseerd risicobeheer, volledige transparantie en goede liquiditeit. De mogelijkheid om sterke rendementen te behalen wordt door zo'n benadering de kop ingedrukt. Dit leidt weer tot een kostendiscussie, en vaak zien die partijen er dan helemaal van af. Dat is jammer, want voor wie streeft naar absoluut rendement op de middellange termijn waarbij het voorkomen van grote drawdowns belangrijk is, sluiten hedgefondsen qua filosofie goed aan. In onze ogen zou zo'n belegger prima 20% tot 30% naar hedgefondsen kunnen alloceren.'

Veel beleggers zijn daar nu ver van verwijderd. Of ze hebben geen enkele exposure naar hedgefondsen, zoals Pensioenfonds Zorg en Welzijn sinds een paar jaar. Dat terwijl de zorgen over hoge waarderingen



LARS SCHULINCK

toenemen en de vrees bestaat dat de markt een keer zal capituleren. De beste bescherming tegen een dergelijk scenario bieden trendvolgende hedgefondsen, oftewel CTA's, zegt Lars Schulinck van Altech Partners, die zich richt op alternatieve assetmanagers zoals hedgefondsen.

'CTA's hebben goed gepresteerd in alle belangrijke aandelen- en obligatiecrisisperiodes waarvan we gegevens hebben, dat wil zeggen: 1980-1982, 1987, 1990, 1998, 2000-2002 en 2008. Geen enkele andere strategie heeft een dergelijk trackrecord in het genereren van positieve rendementen tijdens aanzienlijke dalingen in de aandelenmarkten.'

Duidelijke marktrichting

Dit type hedgefondsen profiteert wanneer de prijzen van markten in een duidelijke richting bewegen en dus momentum of 'trends' vertonen. Bijvoorbeeld bij belangrijke macro-economische of politieke veranderingen. Maar zeker ook tijdens crisisperiodes op de beurs. Ze doen dat door te beleggen in liquide futures markten.

'Dit betekent dat CTA's goed gedijen in turbulente tijden met een verhoogde volatiliteit. In een stabiel

jaar met een lage volatiliteit en oplopende aandelenmarkten, zoals in 2013, maar ook dit jaar tot nu toe, zie je dat CTA's het moeilijk hebben.'

Desalniettemin zijn CTA's de hedgefondsen bij uitstek voor wie 'ware diversificatie' zoekt als die het meest nodig is. Andere typen hedgefondsen vertonen namelijk een hoge en consistente correlatie met de aandelenmarkten, aldus Schulinck.

'Dit is iets wat ze de afgelopen tien tot vijftien jaar hebben ontwikkeld. In de jaren tachtig en negentig werd het hedgefondsenuniversum gedomineerd door macrostrategieën met een ander karakter, zoals die van managers als George Soros en Julian Robertson. Nu wordt het universum gedomineerd door long-shortaandelen- en kredietgerelateerde strategieën.'

Ook Smets stelt dat CTA's, samen met macrofondsen, in de regel de beste bescherming bieden tegen een crash op de aandelenmarkt, al plaatst hij wel een kanttekening. 'Je kunt er op korte termijn niet van uitgaan dat CTA's bescherming bieden, omdat ze nu overwegend in long aandelen zitten en short volatiliteit, in lijn met de markttrends. Als we ons echter in zwakkere markten begeven die omslaan in een capitulatie, zullen CTA's hiervan profiteren. Schulinck: 'Hoe snel ze zich aanpassen is afhankelijk van het type fonds, daarom is een gespreide portefeuille van CTA's noodzakelijk bij het beleggen in deze hedgefondsen.'

Smets ziet CTA's vooral als een middel om de volatiliteit van een hedgefondsenportefeuille naar beneden te brengen. Schulinck deelt die mening, maar dan binnen een totale portefeuillecontext en niet alleen voor het alternatieve blok. ■

Passief beleggen is als voetballen zonder publiek

AUKE PLANTINGA: TOENAME VAN ETF'S BEVORDERT INNOVATIE BEDRIJVEN NIET

COLUMN

Met de snelle opkomst van Exchange Traded Funds dreigt passief beleggen zodanig dominant te worden, dat er maar weinig actieve beleggers overblijven. Het is daarmee de vraag of markten nog wel efficiënt kunnen zijn. De dominantie van passief beleggen heeft echter ook andere onbedoelde kanten. Ondernemingen blijven verstoken van een actieve inbreng van aandeelhouders die nuttig kan zijn voor het maximaliseren van de aandeelhouderswaarde. Het is niet altijd in het belang van de passieve belegger om aandeelhouderswaarde te willen maximaliseren op het niveau van de individuele onderneming.

Neem het volgende voorbeeld van een fictieve industrie waarin vier producenten een veelgebruikt medicijn maken. De vier producten zijn ongeveer gelijk en even duur en ook de ondernemingen hebben – ten behoeve van de eenvoud van het voorbeeld – dezelfde productiemiddelen en financiële gegevens. De aandelen van de vier hebben dan ook de zelfde marktwaarde van € 20 mrd. Gezamenlijk zijn deze aandelen dus € 80 mrd waard.

Kosten van passief beleggen

Veronderstel nu eens dat één van de vier producten een nieuw medicijn heeft ontwikkeld dat voor de consumenten half zo duur is als het oude medicijn. Tegelijkertijd halveert de marge, maar als het product op de markt wordt gebracht, dan verkrijgt de innovatieve producent de hele markt en worden haar aandelen € 40 mrd waard, terwijl de aandelen van de overige drie producenten min of meer waardeloos worden. Passieve beleggers hebben aandelen in alle vier ondernemingen en zien derhalve de waarde van hun beleggingen halveren. Passieve beleggers hebben er dus een belang bij om de introductie van het nieuwe middel te voorkomen, omdat dit de aan-



FOTO: HOLLANDSE HOOGTE

deelhouderswaarde van de drie traditionele producenten vernietigt.

Als passieve aandeelhouders in de meerderheid zijn, zouden ze daadwerkelijk kunnen proberen om de introductie van het nieuwe medicijn te verhinderen. Dat is niet zo gemakkelijk als het lijkt, maar het is goed mogelijk dat er een cultuur ontstaat waarbij bedrijven minder met elkaar gaan concurreren. Zo zouden aandeelhouders en commissarissen meer dan noodzakelijk de nadruk kunnen leggen op het eindeloos testen van het medicijn alvorens het naar de markt gebracht wordt. Dit vermindert de 'incentive' voor innovatie. In het algemeen kunnen we stellen dat passieve aandeelhouders niet bevorderlijk zijn voor het herkennen en ondersteunen van competitieve ontwikkelingen in de economie.

Het is als voetballen zonder publiek. Net zoals voetballers zonder publiek minder hun best gaan doen, geldt dat ook voor ondernemingen zonder aandeelhouders.

Voor de ontwikkeling van dit medicijn hoeft dit niet per se een probleem te zijn. Het wordt dan ontwikkeld door een nieuwe, niet beursgenoteerde partij. De € 80 mrd beurswaarde van alle vier bedrijven zal verdampen. Vervolgens zal de € 40 mrd waarde van het nieuwe medicijn door venture capital gerealiseerd worden. Daar is op zich niets mis mee, maar de beleggers in de beursfondsen krijgen er niets van mee, behalve dan dat ze te zijner tijd mogen inschrijven op de beursgang van de nieuwe partij. Dit zijn de verborgen kosten van passief management. De conclusie is dat de kosten van passief beheer niet gemeten worden door de rendementen van passieve beleggers te vergelijken met actieve beleggers. ■

AUKE PLANTINGA IS UNIVERSITAIR HOOFDDOCENT AAN DE RIJKSUNIVERSITEIT GRONINGEN.



MINDER, MAAR GROTER

CONSOLIDATIE IN PENSIOENSECTOR RAAKT FONDSHUIZEN

LEREN VAN INSTITUTIONEEL

Het aantal pensioenfondsen blijft dalen. Voor assetmanagers betekent dat minder, maar grotere mandaten, prijsdruk en aanhoudende concurrentie.

TEKST FRANK VAN ALPHEN

Er komen steeds minder deurtjes om op te kloppen', zegt Frans Verhaar, directeur van bfinance, een bedrijf dat institutionele beleggers helpt bij de managersselectie. Verhaar doelt op de daling van het aantal pensioenfondsen. Jaarlijks gooien zo'n vijftig fondsen de handdoek in de ring, onder meer als gevolg van strengere governance-eisen.

Volgend jaar telt Nederland ruim tweehonderd fondsen en de verwachting is dat dat aantal verder slinkt — onder meer omdat DNB kwetsbare fondsen achter de broek zit. Dit jaar vroeg de toezichthouder ruim twintig partijen naar hun toekomstplannen. Omdat de consolidatietrend al tien jaar gaande is, zijn het steeds grotere fondsen die fuseren of onderdak vinden bij een zogeheten APF.

'Veel van de overgebleven grote fondsen zijn gebonden aan een grote uitvoerder', zegt Verhaar. Zo zitten ABP en het fonds voor de bouw bij APG. Metaalfondsen PME en PMT hebben hun beleggingen uitbesteed aan MN. 'Dat betekent nog minder deuren', zegt Verhaar. 'Het is niet verwonderlijk dat Angelsaksische beleggers geen vestigingen meer



FRANS VERHAAR

openen in Nederland. De tijd dat je drie mensen op de Zuidas zette om fondsen af te lopen is voorbij.'

'Grotere uitvoerders beschikken over meer interne slagkracht', zegt Sino Krijgsman van MFS Investment. 'Als ze meer vermogen onder beheer hebben, wordt het interessant een deel van de portefeuille zelf te beheren.' Deze insourcing wil niet zeggen dat externe assetmanagers uitgespeeld zijn. 'Meestal gaat het om een deel van een beleggingscategorie. Een ander deel blijft bij externe managers. Op die manier houden die uitvoerders zowel de interne als de externe beleggers scherp. Het biedt de mogelijkheid uiteenlopende stijlen toe te passen', aldus Krijgsman.

De mandaten die fondsen te ver-

geven hebben, worden minder, maar groter, stelt Michael Jasper, directeur van de Nederlandse tak van BNY Mellon Investment Management. 'Hierdoor is de impact van het wel of niet krijgen van een mandaat groot.'

De fondshuizen verwachten dat de concurrentie in combinatie met de nadruk op lage kosten leidt tot aanhoudende prijsdruk. 'Zeker bij liquide beleggingen is de druk voelbaar', zegt Jasper. 'Partijen die een paar basispunten te veel vragen, vallen af. Alleen de grotere huizen hebben voldoende volume om die prijzenslag aan te gaan.' Dat verklaart volgens hem ook de schaalvergroting. Zo fuseerden onlangs NN en Delta Lloyd. 'Partijen die gewone producten leveren en minder dan €150 mrd onder beheer hebben, krijgen het zwaar', meent Krijgsman. 'Hoewel beleggers met hele specialistische beleggingen zoals infrastructuur of private equity minder last hebben van die prijsdruk zien we dat die ook scherper moeten letten op de prijzen.' Ook Verhaar ziet voldoende kansen voor specialisten. 'Groot is niet altijd beter. Kleinere spelers zijn dynamisch en zitten niet vast aan allerlei beperkingen. Bij de kleinere vinden we vaak de pareltjes.'

FRANK VAN ALPHEN IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.

ZIJN ER MEER GEKKEN OF IS ER MEER GELD?

HET IS TIJD OM SCHERP TE ZIJN OP VERDACHTE VERHALEN

MARKTVISIE

De kredietcrisis van 2008, en vooral de aanloop daarnaartoe, komt weer in herinnering nu er sprake is van excessieve geldschepping. Een persoonlijke visie van een belegger op basis van een kwarteeuw professionele ervaring.

TEKST BRUNO DE HAAS

Aan de vooravond van de kredietcrisis van 2008 tuurde ik als beleggingsstrateeg naar tekenen van manisch gedrag. Op allerlei plaatsen waren prijzen in historisch perspectief doorgeschoten. Nooit eerder betaalden Amerikanen zo veel voor een huis. Een vat olie kostte een ongekende \$145. En de euro tikte een record aan van \$1,60. Tot zover het makkelijke deel van het werk. Lastiger was het om het met collega's eens te worden over de verklaring voor deze uitschieters.

Voor elk record circuleerde namelijk een geloofwaardige, geruststellende redenering. In de Verenigde Staten zou de hausse op de huizenmarkt passen bij het solide economische fundament. Olie zou duurder blijven dan vroeger door de onstilbare Chinese honger naar grondstoffen. En de euro dankte zijn kracht aan de hoge groei in zuidelijke landen. Zij haalden hun achter-



ELON MUSK FOTO: REUTERS

stand op het noorden in, waardoor de economische eenheid van de eurozone toenam. Elke verklaring klonk plausibel. Stuk voor stuk sloegen ze de plank mis.

De visie, de fantasie en de gek

Om de records te verklaren had je minder fantasie nodig dan de visionaire verhalen die de ronde deden. Een gortdroge kijk op geld kwam be-

ter van pas. De Amerikanen en Europeanen bliezen immers broederlijk een kredietzeepbel. Ondertussen volgde China een onhoudbaar groeimodel gebaseerd op overmatige investeringen. Samen veroorzaakten deze drie blokken talloze excessen in de wereldeconomie. Sommige daarvan sprongen in het oog zoals de bubbels op de Ierse en Spaanse huizenmarkt. Andere bleven onder

de radar dankzij ondoorzichtige financiële constructies en naïviteit.

De kredietcrisis leerde mij dat een beleggingsstrategie voortdurend op zijn hoede dient te zijn voor verhalen die visionair klinken maar vermoedelijk fantastisch zijn. Dat geldt vooral als krediet goedkoop is omdat fantasten dan eenvoudig aan financiering kunnen komen. Zolang er meer geld is dan gekken stijgen de koersen, aldus de Franse belegger Charles Gave. Zijn er daarentegen meer gekken dan geld, dan gaat het mis. Op dat moment wordt duidelijk welke ondernemingen op drijfzand zijn gebouwd, en waar beleggers hun kapitaal kwijtraken.

Dankzij de centrale banken in de Verenigde Staten, Europa, China en Japan klotst er nu meer geld rond dan er gekken zijn. In deze omgeving kan het niet anders dan dat zich uitzonderlijke koersontwikkelingen voordoen. Ook zal het gonzen van overtuigend klinkende verhalen die deze uitzonderingen tot nieuwe norm verheffen. In mijn bureaula bewaar ik een lijstje met zulke verdachte verhalen. Voor deze gelegenheid heb ik er twee uitgekozen.

Het eerste verhaal gaat over digitaal valuta's. Inmiddels bestaan er honderden, met ronkende namen als ethereum en ripple. Het meest bekend is de eerste virtuele munt, bitcoin. Digitaal geld wordt niet gecreëerd door centrale banken of commerciële banken, maar door fintechondernemers die een eigen betalingssysteem exploiteren. Steeds meer mensen ruilen hun gewone geld om voor een digitaal betaalmiddel. Hierdoor stijgt de waarde van virtuele munten exponentieel. Zo is de prijs van een bitcoin in één jaar gestegen van \$1000 naar ruim \$5000. Over inflatie gesproken.

Het is waar dat je bij steeds meer onlinewinkels met bitcoin kunt be-

talen. Overigens ruilen die winkels deze weer om in de nationale munt. Want digitale munten zijn niet echt, zoals de Amerikaanse belegger Howard Marks fijntjes constateert. Probeer er maar eens je belasting mee te betalen. Virtuele munten zijn ruilmiddelen die in beperkte kring worden aanvaard. Hun waarde schommelt bovendien sterk. Zij varieert met de gretigheid waarmee mensen erin stappen. Dat maakt virtuele munten tot ideale kandidaten voor speculatie.

Winnende batterijen

Het tweede verhaal gaat over elektrische voertuigen. Om de CO₂-uitstoot te verminderen, verbieden steeds meer landen dat mensen over tien tot twintig jaar nog een nieuwe auto aanschaffen die rijdt op benzine, diesel of gas. Autofabrikanten zoeken daarom naar nieuwe brandstof zoals batterijen, waterstof en zonne-energie. In de markt voor elektrische auto's gooit Tesla hoge ogen. Het aandeel is in een jaar van \$200 naar \$350 gestegen. Vijf jaar terug kostte het slechts \$25.

De koerswinst is opvallend voor een bedrijf dat met verlies draait en dat voor de verkoop erg afhankelijk is van overheidssubsidies. Zo kelderde de verkoop van elektrische auto's in Denemarken in 2016 met 60% nadat de subsidie erop werd afgeschaft. Begin 2017 gebeurde hetzelfde in

Hongkong. In Noorwegen, een grote afzetmarkt van Tesla, overweegt de nieuwe regering een vermindering van de subsidie op zware elektrische auto's. Doordat in een Tesla achttuizend batterijen zitten die samen zo'n 750 kilo wegen, zou deze maatregel hard aankomen.

Pikant is dat Noorwegen zich een forse subsidie op elektrische auto's kan permitteren dankzij de export van olie en gas. Pikant is ook dat elektrische auto's de CO₂-uitstoot verergeren in landen waar de laadpalen worden gevoed met elektriciteit uit kolencentrales. Dat geldt bijvoorbeeld in de Verenigde Staten en China. Zakenbank Morgan Stanley berekende dat de trotse Amerikaanse bezitter van een Tesla meer CO₂ uitstoot dan de licht gegeneerde eigenaar van een benzineauto. Nieuwe technologieën en markten stellen burgers, bedrijven en beleidsmakers voor verrassingen.

In dit verhaal zal de grootste verrassing zijn wat de winnende batterijtechnologie wordt, en hoe de efficiency van deze batterij zich verhoudt tot andere duurzame energiebronnen. Elon Musk, de charismatische oprichter van Tesla, erkent dat zijn batterij nauwelijks meer valt te verbeteren. Dat biedt weinig perspectief voor een grotere actieradius van de auto. Ongetwijfeld onderzoekt hij alternatieven. Dat geldt ook voor gevestigde autofabrikanten en kleine innovatieve ondernemingen, want duurzaam vervoer is een groeiende markt. Beleggers in Tesla zien Musk als een visionair. Zelf heb ik mijn twijfels over iemand die ervan droomt om Mars te koloniseren. Hoe dan ook is hij de ideale topman voor een aandeel met fantasie. ■

IK TWIJFEL OVER IEMAND DIE PLANEET MARS WIL KOLONISEREN

BRUNO DE HAAS IS HOOFD BELEID EN ONDERZOEK BIJ MEDIA PENSIOEN DIENSTEN. HIJ SCHRIJFT DIT ARTIKEL OP PERSOONLIJKE TITEL.



HET MACRON-EFFECT

'IETS MEER OUT OF THE BOX DENKEN HELPT DE FRANSEN'

POST UIT

Karien van Gennip werkt in Parijs als ceo van ING France. 'Wat ik heb meegebracht, is dat ik probeer te doen wat ik zeg en zeg wat ik doe.'

TEKST REDACTIE FONDSNIEUWS

Een monarchie in het kleed van de republiek? Dat is een interessante vraag. De president wordt hier inderdaad als een koning onthaald. Met heel veel ceremonieel en protocol. Maar dat er antichambres van de macht zijn, dat ervaar ik minder. Dat komt natuurlijk ook doordat de Franse financiële sector en de grote bedrijven die onze klanten zijn, zeer internationaal georiënteerd zijn.

Daarnaast heb ik natuurlijk het voordeel dat ik een grote buitenlandse instelling vertegenwoordig én Nederlander én vrouw ben. Als ik in een gezelschap ben met 25 mannen, dan zal de gastheer mij als buitenlander en als vrouw vaak uit hoffelijkheid toch iets vragen. Ik zeg dan "ik kom uit Nederland" en steek van wal.

Toen ik hier in 2015 kwam, toen was de stemming erg pessimistisch. Ik was vaak degene die in gesprekken juist wees op de potentie van dit land. Soms voelde ik mij net de ambassadeur van Frankrijk! Ik wees dan op de rijke middenklasse of op het uitstekende onderwijs. Maar het Franse pessimisme is met de uitverkiezing van president Macron nu echt omgeslagen. Zijn zege heeft heel veel



KARIEN VAN GENNIP

losgemaakt. Ja, het is waar: sommige opiniepeilingen laten zien dat hij er slecht voor staat. Maar ik vertrouw liever op cijfers als het consumenten- en het producentenvertrouwen. Die gaan omhoog. De beurs doet het ook goed.'

Het taboe van de boardroom

'Die stemmingsomslag is belangrijk. Wij hebben Frankrijk in Europa nodig. Niet alleen om haar intellectuele kracht, maar ook om praktische redenen. In een Europa van open grenzen moeten we samenwerken. Wat ik bijzonder interessant vind, is hoe dat

Europa-debat nu echt in Frankrijk wordt gevoerd. We merken het ook in de gesprekken met onze wholesale-klanten. Het vertrouwen keert weer terug.

Een verblijf in het buitenland verfrist je blik op het eigen land. Nederland kent misschien wel de minst hiërarchische cultuur van Europa. Als je in Nederland een plan op tafel legt, dan worden er per definitie vraagtekens bij gesteld. In Frankrijk gebeurt dat niet. Daar wordt de kritiek buiten de boardroom uitgesproken.

Of mijn politieke ervaring helpt om daar mee om te gaan? Ja, maar ik denk dat het vooral helpt dat ik bij meerdere bedrijven en organisaties heb gewerkt. Je weet dan dat je je moet aanpassen aan de cultuur, en niet moet blijven hangen in de vooronderstellingen.

Verdiep je in de cultuur, de taal, de gewoonten. Wat ik in mijn baan hier wel heb meegebracht, is dat ik altijd probeer te "doen wat ik zeg". Ook breng ik, als het moet, altijd eerst het slechte nieuws. Dat vinden ze wel mooi en duidelijk, want dat gaat in Frankrijk normaliter toch anders. En dan vraag ik altijd: hoe kunnen we het beter doen? De Fransen hebben een groot intellect. Als ze dan ook wat meer out of the box durven te denken, dan geeft dat zo veel nieuwe kansen en mogelijkheden.' ■

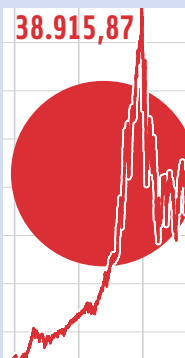
THEMA: AZIË-PACIFIC



SANS SOUCI

Beleggers maken zich nauwelijks zorgen over Noord-Korea. Het draait om de consumptie.

PAGINA 40-41



JAPAN HERRIJST

Het land van de rijzende zon herrijst: aandelen zijn in trek, dankzij lage waarderingen.

PAGINA 48-49

EN VERDER

BEST OF THE REST

De beste Azië-Pacific-fondsen op een rijtje.

PAGINA 50

DE NIEUWE TIJD KOMT

China draait niet langer om zijn ambitie heen: het wil wereldleider worden

TEKST REDACTIE FONDSNIEUWS

Een nieuw tijdperk breekt aan, zo sprak Xi Jinping vorige maand het congres van de communistische partij toe. De Chinese president, die door het gezaghebbende weekblad *The Economist* de machtigste man van de wereld werd genoemd, heeft grootse plannen voor zijn land en voor de regio. Xi Jinping stelt zonder voorbehoud dat China een grote rol kan, wil en gaat spelen — niet alleen in Azië, maar in de wereld als geheel. Het kan niet anders of China vindt op enig moment in die ambitie de Verenigde Staten op zijn pad. Een confrontatie zoekt het China

van Xi Jinping echter niet — in ieder geval niet op dit moment.

Maar de ambities zijn groot. Het land groeit onder leiding van de daadkrachtige, almachtige Xi Jinping van een export- naar een consumptiegedreven economie. Daarbij is een hoge economische groei van levensbelang om de ambities van bevolking en bedrijfsleven in goede banen te leiden. China en de regio bevinden zich op dit moment in een 'sweet spot': de economische groei is hoger dan begin dit jaar door het IMF nog werd verondersteld, dankzij hogere investeringen en consumptie. De kapitaalinstroom is fors, terwijl de inflatie lager is dan verwacht dankzij gedaalde grondstoffenprijzen. De regio bevindt zich daarmee in een gunstige positie, schrijft het IMF in zijn

jongste update voor Azië-Pacific.

Toch staat de regio voor grote uitdagingen: niet op de korte, maar wel op de middellange termijn. Het IMF noemt geopolitieke spanningen, mogelijke kapitaaluitstroom, politieke onzekerheid en scherpe aanpassingen die in China nodig zijn.

Structurele uitdagingen zijn een vergrijzing van de bevolking en afnemende productiviteit. Hoewel de verschillen in de regio groot zijn, acht het IMF de kans van het welslagen van structurele hervormingen groot. Dat moet volgens de rekenmeesters van het Fonds economische groei stimuleren, zodat de samenleving inclusiever wordt en onevenwichtigheden worden aangepakt. Voor beleggers is het langetermijnperspectief gunstig. ■

BELEGGERS LATEN ZICH GEEN ANGST AANPRATEN

'WINSTGROEI HOGER DAN IN ONTWIKKELDE MARKTEN'

Ondanks geopolitieke spanningen rond Noord-Korea zijn fondsbeheerders vol vertrouwen over de toekomst van Zuidoost-Azië. Niet het oorlogsrisico, maar consumptie en technologie zijn er de gamechangers.

TEKST PATRICK BEIJERSBERGEN

Opkomende markten waren, ondanks de altijd forse groeiverwachtingen, de laatste jaren niet vanzelfsprekend de beste categorie voor aandelenbeleggers. De hoge groei in China bleek geen stand te houden, veel landen kregen een tik van de dalende grondstoffenprijzen en spanningen zoals rond Noord-Korea jagen beleggers ook uit opkomende markten, vooral die in Zuidoost-Azië. Toch is het optimisme onder fondsbeheerders nog onaangestaan. En de angst voor een escalatie in Noord-Korea is opvallend klein.

Volgens Alexandra Morris, investment director bij assetmanager Skagen, die significante posities heeft in Zuid-Koreaanse bedrijven als Samsung, Hyundai en LG, moeten beleggers zich niet door angst laten leiden als het om Noord-Korea gaat. De grote bedrijven in de regio hebben zich grondig voorbereid op een escalatie van het conflict.

Morris: 'Samsung garandeert in geval van oorlog de bedrijfscontinuïteit door wereldwijd 33 productiefacilitei-

ten in zeventien landen operationeel te houden, naast slechts vijf in Zuid-Korea zelf. Hyundai heeft soortgelijke maatregelen getroffen.' Dit blijkt ook uit de koersontwikkeling van het aandeel Samsung. Sinds februari deed Noord-Korea vijftien rakettesten, maar het aandeel bleef goed liggen, en steeg per saldo sinds februari met pakweg 40%. De Zuid-Koreaanse KOSPI-index steeg sindsdien met bijna 20%, beter dan de MSCI EM- en MSCI All Country World-indices.

Hogere kwaliteit

David Raper, beheerder van Comgest Growth Asia Pacific, noemt de regio Zuidoost-Azië ondanks de goede recente koersontwikkeling een achterblijver bij de ontwikkelde markten. En dat terwijl volgens Raper de winstgevendheid over de hele linie verbeterd is. Hierdoor ligt de discount in waardering nu dicht bij het maximum uit de afgelopen tien jaar.

Als 'bottom-upbelegger' koopt Raper niet de hele markt, maar er zijn kansen genoeg, met name in India en vooral China. In China is de ontwikkeling naar een door consumptie gedreven economie in volle gang. 'Dit leidt op termijn



GEBRUIK VAN BETALINGSSYSTEEM ALIPAY

tot een tragere groei, maar wel groei van een hogere kwaliteit,' aldus Raper.

Een aandeel dat er volgens hem nu uitspringt is Baidu, het Chinese Google. 'Dit bedrijf blijft beter dan verwachte operationele resultaten laten zien en de komst van Liu Qi van Microsoft als nieuwe topman lijkt te helpen om het bedrijf meer focus te geven.' Baidu is achtergebleven bij andere Chinese internetbedrijven als Alibaba en Tencent. In die laatste twee belegt Raper alleen indirect, via het in Zuid-Afrika genoteerde Naspers, dat een discount heeft ten opzichte van zijn belang in Tencent, en het Japanse Softbank, dat een van de grootste aandeelhouders is in Alibaba.

Ook van het Chinese Ping An Insurance is Raper gecharmeerd. 'De kwaliteit van dit bedrijf wordt door de markt niet op waarde geschat. Ping An is een sterke speler op de markt voor levensverzekeringen, met 143 miljoen actieve klanten in China, 20% meer dan een jaar geleden,' aldus Raper.

Tenpay: 600 mln gebruikers

De situatie rond Noord-Korea baart Raper wel zorgen, maar dit heeft nauwelijks invloed op zijn beleggingsbeleid. De historie wijst uit dat dit soort periodes van verhoogde spanning voorkomen maar ook weer voorbijgaan.

Catherine Yeung, investment director Asian equities bij Fidelity International is evenmin al te bezorgd over de dreiging uit Noord-Korea. De kans op een militair conflict acht zij minimaal. Net als Raper wijst zij op de lage waardering van de aandelen in de regio waar zij verantwoordelijk voor is ten opzichte van de ontwikkelde markten, zowel in termen van koers-winstverhoudingen als op basis van de asset values.

Yeung: 'De regio biedt groeikansen op lange termijn doordat de penetratie van consumentenproducten, de dienstensector en de ontwikkeling van infrastructuur een inhaalslag aan het maken zijn. In verschillende belangrijke landen zijn regeringen aan de macht gekomen met meer aandacht voor hervormingen en economische groei.'

Daarnaast ziet Yeung een verschuiving in de manier waarop mensen tech-

nologie gebruiken: van tv naar internet en social media. Bedrijven die daaraan kunnen verdienen zijn volgens Yeung de bedrijven met voldoende kritische massa en een groot marktaandeel. En fintech wordt belangrijk. Zowel Alibaba als Tencent hebben met hun betaalsystemen Alipay en Tenpay wat dat aangaat een sterke positie opgebouwd. Alipay heeft nu 520 miljoen gebruikers, Tenpay heeft er 600 miljoen. Beide bedrijven zijn pas net begonnen met het uitbaten van hun klantenbestand.

Stuart Parks van het Invesco Pacific Equity Fund benadrukt dat er in Azië een cyclische upturn van bedrijfswinsten is geweest die de koersen heeft gestuwd. Hierdoor is de regio misschien relatief minder aantrekkelijk dan enige jaren geleden, maar biedt zij nog altijd voldoende kansen. 'De verwachte winstgroei is hier nog altijd hoger dan die in de ontwikkelde markten.'

Binnen de regio heeft hij een voorkeur voor India, en, ondanks de dreiging uit Noord-Korea, juist voor Zuid-Korea. Dat land krijgt binnen de portefeuille zelfs de grootste overweging. Zuid-Koreaanse aandelen hebben het, mede door de geopolitieke spanningen relatief slecht gedaan en dat biedt nu kansen om tegen redelijke waarderingen in te stappen. Zuid-Korea is altijd al een van de goedkopere markten geweest in de regio, onder meer vanwege de aanwezigheid van cyclische aandelen, maar ook door de tamelijk zwakke corporate governance. De lagere waardering kan deels verdwijnen als bedrijven wat aandeelhoudersvriendelijker worden.

Een aandeel dat er voor Parks uitspringt is 51job, een uitzendbedrijf dat een sterke groei laat zien. Parks gelooft dat de omzetgroeivooruitzichten van zo'n 20% op jaarbasis nog onvoldoende in de koers tot uitdrukking komen. ■

PATRICK BEIJERSBERGEN IS HOOFDREDACTEUR VAN EFFECT, HET BELEGGINGSBLAD VAN DE VEB EN AUTEUR VAN 'BELEGGEN KUN JE ZELF'.



FOTO: HOLLANDSE HOOGTE

'IN Z-KOREA STAP JE NU TEGEN EEN REDELIJKE PRIJS IN'

HET RISKANTE, DOORNIGE PAD VAN DEREGULERING FINANCIËLE HERVORMINGEN TEN GUNSTE VAN ECONOMIE

Dreigt een schulden crisis in China die de wereld mee het moeras in trekt? Nee, denkt Arthur Kroeber van het researchbureau Gavekal Dragonomics.

TEKST ARTHUR KROEBER

De wereld is niet meer zo bezorgd over China als zij twee jaar geleden was, toen een beurscrash, een geblokkeerde valuta-devaluatie en een kapitaalvlucht de vraag oproepen of de een na grootste economie van de wereld zou ontsporen. Hoewel China sindsdien sterk herstel laat zien met een stabiele groei van het bbp van bijna 7% en de kapitaalvlucht getemd wordt, resteren de zorgen. Groei en stabiliteit worden gekocht met een stijging van de schuld en schaduwleningen. Daarom is de vraag gepast hoe groot de druk in het financiële systeem van China is en hoe groot het risico van een crisis.

De stijging van de schulden in China was het afgelopen decennium buitengewoon groot. De gecombineerde schuld van huishoudens, bedrijven en overheid steeg van een redelijk stabiel niveau van minder dan 150% van het bbp vóór de wereldwijde financiële crisis, tot 262% eind 2016. Hoewel dat niveau niet ongewoon is voor volwassen economieën met ontwikkelde financiële systemen, is dit vrij hoog voor een opkomende markt. Belangrijker, zo'n

snelle kredietstijging in korte tijd is vaak een signaal van een financiële crisis.

De snelle stijging van de schuld komt voort uit twee factoren. Ten eerste wil de regering het bbp snel laten groeien en daarvoor moet het de economie periodiek stimuleren door veel krediet in de infrastructuur en de woningmarkt te pompen. Ten tweede heeft de financiële sector van China in de afgelopen jaren een dramatische deregulering ondergaan. Deze wordt gedeeltelijk gedreven door de wens van de regering naar een flexibeler financieel systeem om tegemoet te komen aan de behoeften van de opkomende consumenten- en diensteneconomie. Een andere drijfveer is de vraag van de middenklasse naar een breder scala aan financiële producten dan de tradi-

'RISICO ZIT IN EXCLUSIEVE WEALTH-MANAGEMENT-PRODUCTEN'

tionele opties van bankdeposito's en illiquide vastgoed. Hoewel de meeste analyses zich richten op het schuldniveau als de potentiële trigger voor een crisis, is deregulering eigenlijk belangrijker.

Deregulering van het systeem

Het effect van deregulering op de structuur van het financiële systeem is enorm. In 2007 was 86% van de financiële activa van banken, en van die activa was twee derde in handen van slechts acht banken, die dan weer rechtstreeks werden beheerd door het ministerie van financiën: de vijf 'commerciële banken in staatsbedrijven' (zoals de Bank of China) en de drie 'beleidsbanken' (zoals China Development Bank). Bijna alle financiële activa waren ofwel bankleningen ofwel obligaties met een laag risico uitgegeven door overheidsinstellingen of de centrale bank.

Vandaag de dag is het beeld heel anders. Banken hebben ruim 70% van de financiële activa, wat betekent dat bijna een derde van het krediet uitgegeven wordt door niet-banken, zoals assetmanagers en brokers. Veel van deze bedrijven bestonden tien jaar geleden nog niet. Hun uitstaande leningen bedragen nu een zesde van de conventionele bankleningen. De obligatiemarkt

bloeit, door een stijging van de emit-tenten van credits en van schuld papier van lokale overheden.

De banksector zelf heeft ook gedi-versifieerd. De banken die rechtstreeks door de centrale overheid worden be-heerd, controleren ongeveer 55% van de assets van banken, een daling van 10% vanaf 2007. Het grootste deel van dat verlies in marktaandeel is ongeveer vierduizend kleine stads- en commer-ciële banken ten goede gekomen, die nu goed zijn voor 26% van het banksys-teem, tegen 16% in 2007. In absolute termen verzeenvoedigde de activa van deze kleinere banken.

Deze toename bij de kleinere ban-ken — met name bij de commerciële banken van de stad — werd niet gedre-ven door deposito's. In plaats daarvan lenen deze banken geld van de grotere banken en stellen ze dit geld beschik-baar voor investeringen aan partijen zoals trusts, vermogensbeheerders en brokers. In veel gevallen zijn deze in-vesteringen, die verpakt worden als hoogwaardige 'wealth-management-producten', schaduwleningen aan be-drijven en lokale overheidsleden.

Dat gedrag is riskant. Ten eerste is de financiering op de interbancaire markt minder stabiel dan de retailfin-anciering van deposito's. Geldver-strekkers denken dat het banken zijn die in staatsbezit zijn en dus gegaran-deerd. Maar de grote banken kunnen hun financiering aan kleinere banken staken als ze de risico's zien stijgen.

Ten tweede, een bank die veel van zijn leningen classificeert als 'beleggin-gen' heeft bijna zeker een zwakkere ka-pitaalbasis dan de balans laat zien. Dit betekent dat tegenover de uitstaande le-ningen van ¥100 een kernkapitaal moet staan van ¥8. Maar voor banken die geld beschikbaar stellen voor investe-ringen is de risicoweging dat voor ¥100 aan uitstaande leningen slechts een kernkapitaal nodig is van ¥2. Hierdoor kunnen deze banken snel groeien, on-

danks dat ze een smalle kapitaalbasis hebben.

Spaarbankencrisis à la VS?

Bij de beursgenoteerde stadsbanken wier financiële gegevens gemakkelijk in te zien zijn, zijn de beleggingsporte-feuilles eigenlijk groter dan hun leningsportefeuilles. Aangezien ten min-ste de helft en misschien zelfs twee derde van de 'investeringen' feitelijk schaduwleningen zijn, betekent dat dat de stadsbanken hun kapitaalcracht waarschijnlijk met twee of drie pro-centpunten overdrijven.

Deze analyse stelt ons in staat om nauwkeuriger te zijn over het financiële risico in China. Ondanks de snelle groei van de schuld is een systeemcrisis onwaarschijnlijk: de totale lening/de-posito-ratio is met 115% nog steeds laag, terwijl het systeem niet afhanke-lijk is van in het buitenland geleende activa, terwijl de overheid bijna alle be-langrijke financiële instellingen bezit, alsook de meeste problemlen-ers, zo-als lokale overheden en grote staatsbe-drijven. Daarom is er weinig kans op een liquiditeitsval die een groot pro-bleem zou kunnen veroorzaken.

Maar de situatie in de lokale, com-merciële banken in steden is gevaarlijk.

Zij lijkt enigszins op de spaarbanken-crisis in de Verenigde Staten in de jaren tachtig. Deze banken groeiden ook snel door risicovolle investeringen in een nieuw deregulerend financieel systeem waarin veel partijen insolvent werden. Het oplossen van deze crisis kostte acht jaar (1986-1994). Tegelijkertijd wa-ren deze banken klein en lokaal, zodat deze problemen niet uitgroeiden tot een nationale crisis.

Als de praktijken van de commerci-ële stadsbanken niet worden gecontro-leerd, dan zou China zijn eigen 'spaar-bankencrisis' kunnen krijgen. Gelukkig lijken de Chinese toezichhouders alert. In maart begonnen ze met het aanpakken van het gebruik van inter-bancaire financiering in plaats van de-posito's en schaduwleningen als 'beleg-gingen'. Interbancaire leningen zijn al sterk gedaald, ondanks dat het krediet aan de reële economie is gestegen. Deze aanpak van de financiële hef-boomwerking was achterstallig en biedt hoop dat China ondanks de snel-le stijging van de schuld een groot fi-nancieel ongeluk kan voorkomen. ■

ARTHUR KROEBER IS OPRICHTER VAN DRAGONOMICS EN HOOFD RESEARCH VAN GAVEKAL DRAGONOMICS.



SKYLINE VAN HET ZAKENDISTRICT PUDONG IN SHANGHAI FOTO: HH

YOU AIN'T SEEN NOTHING YET



CHINA OPENT DE DEUR NAAR MORGEN

WIE MEER DAN 1,3 MILJARD MONDEN DAGELIJKS MOET VOEDEN, MOET ANDERS DENKEN, DAT WIL ZEGGEN GRÓÓT DENKEN. CHINA DOET DAT MET VOORBEELDEN ZOALS DE GROOTSTE SOLARPARKEN OP ZEE TER WERELD, MET VERTICAL FARMS DIE EEN OVERDAAD AAN TUINBOUWGROND OVERBODIG MAKEN, MET WIEKEN VAN WINDTURBINES DIE MET INGENIEUZE VRACHTWAGENS DE BERGEN IN WORDEN GEBRACHT, MET Bussen DIE OVER HET FILELEED HEEN RIJDEN EN MET REUSACHTIGE, UITSCHUIFBARE TAKELWAGENS DIE IN EEN MUM VAN TIJD BRUGGEN BOUWEN. WERELDMACHT CHINA RUKT OP EN DE MENSHEID ZAL DAT WETEN!



ENTREE OP KOUSENVOETEN

MSCI NEEMT CHINESE A-AANDELEN IN ZIJN INDICES OP

Opname is nog van symbolische waarde, maar voedt de belangstelling voor Chinese aandelen. 'Voor ons was het een klein feestje,' zegt de belegger.

TEKST JORGE GROEN

De beurzen van Shanghai, Shenzhen en Hong Kong werden in 2014 aan elkaar geknoopt. Het gaf buitenlandse beleggers rechte toegang tot A-shares, de verzamelnaam voor aandelen van Chinese bedrijven genoteerd aan het vasteland in lokale valuta (renminbi). Toen het er een jaar later op leek dat MSCI groen licht zou geven voor opname van A-shares in zijn indices, schoten de twee beurzen in een halfjaar tijd 40% omhoog. Echter, toen het besluit werd uitgesteld vanwege een gebrek aan vertrouwen in het toezicht van Beijing op de financiële markten, gingen ze hard onderuit.

De geschiedenis herhaalt zich. In juni dit jaar besloot MSCI vanaf mei volgend jaar stapsgewijs A-shares toe te laten tot onder meer de Emerging Markets- en ACWI-indices, en opnieuw is een rally in Chinese aandelen een feit. De MSCI China Index, waarin zowel aandelen die noteren in Hongkong als die op het Chinese vasteland in buitenlandse valuta zijn opgenomen, is dit jaar met ruim 40% gestegen. Dat de rally een gevolg zou zijn van het besluit van MSCI wordt door Morgan Stanley tegengespro-

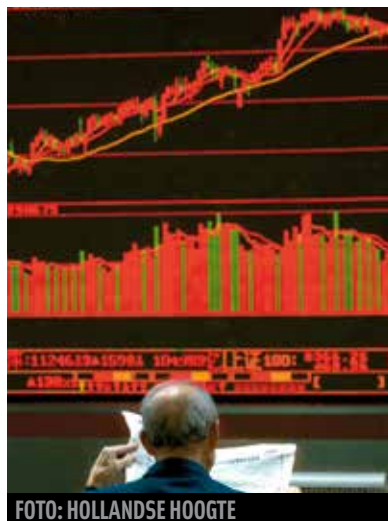


FOTO: HOLLANDSE HOOGTE

ken. Dat gaat uit van een snelle positieve impact tot 100 basispunten op de Shanghai Composite.

Dat komt doordat MSCI de weging van A-shares in zijn indices klein houdt ten opzichte van de plannen twee jaar eerder. Het aantal bedrijven dat wordt toegelaten is gereduceerd van 448 naar 222. Uitgedrukt in beurswaarde gaat het om 5% van de totale Chinese aandelenmarkt, goed voor een extra weging van 0,73% in de MSCI Emerging Markets Index, waar China voor 29% de dienst uitmaakt. In de MSCI World Index worden de A-aandelen voor 0,1% meegewogen.

'Het besluit van MSCI heeft vooral symbolische waarde, maar sinds-

dien is de belangstelling voor Chinese aandelen wel toegenomen,' zegt Lodewijk van der Kroft, partner bij Comgest Benelux. 'Voor ons was het al een klein feestje toen de beurzen van Shanghai en Shenzhen via Hongkong werden gekoppeld. Wij kregen er toen zo'n 1500 Chinese aandelen bij om in te beleggen. Die lijst telt veel namen waar we liever weg van blijven zoals regionale banken, maar ook diverse consumentenbedrijven, die voldoen aan onze criteria.'

In weerwil van actieve beleggers worden etf-aanbieders gedwongen alle 222 A-shares te kopen om de replicatie van de benchmarks niet in gevaar te brengen. Ondanks dat er € 1360 mrd is belegd in de MSCI Emerging Markets Index, verwacht MSCI dat de aanpassingen leiden tot een bescheiden initiële buitenlandse kapitaalstroom van \$17 mrd à \$18 mrd naar A-aandelen. Als op termijn het volledige spectrum A-shares in de indices van MSCI wordt opgenomen, loopt de weging van China in de MSCI EM Index verder op tot circa 40%. Daarmee zal de instroom van buitenlands kapitaal toenemen tot \$400 mrd, is de schatting. Van Der Kroft denkt dat dat een positieve invloed heeft op de waarderingen. ■

JORGE GROEN IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.

'APG IS IN CHINA NOG GEEN NAAM DIE DEUREN OPENT'

PENSIOENBEHEERDER VERWACHT VEEL VAN AZIË-PACIFIC

René van der Zeeuw, hoofd emerging markets van APG Asset Management, over de lokale Chinese markt, de samenwerking met E Fund, de kern van beleggen in opkomende markten en de grootste risico's. Een interview.

TEKST HARM LUTTIKHEDDE

De grootste pensioenbeheerder van Nederland belegt in opkomendemarktaandelen vanuit de overtuiging dat de groei en daarmee de te behalen rendementen — op de lange termijn — superieur zullen zijn aan die in ontwikkelde landen. Dit gaat niet zonder uitdagingen, weet René van der Zeeuw, hoofd emerging market equities & debt bij APG Asset Management. Zo knapte in 2015 een bubbel op de lokale Chinese aandelenmarkt. Toch kondigde de pensioenbeheerder onlangs aan deze markt te gaan betreden, waarbij het de handen ineen slaat met het Chinese E Fund.

Waarom stappen jullie nu in de lokale Chinese aandelenmarkt?

'China is na de VS nu de grootste economie ter wereld en draagt de laatste jaren voor 30% tot 50% bij aan de wereldwijde groei. Het belang van de Chinese kapitaalmarkt voor internationale beleggers is echter nog vrij beperkt. De lokale markt is in omvang 16% van de wereldwijde marktkapitalisatie, terwijl het ge-

wicht in de wereldwijde indices van Morgan Stanley (MSCI) slechts 2,5% bedraagt. Dit zal substantieel toenemen, mogelijk naar 15% in 2025. Maar onze klanten zijn ook geïnteresseerd vanwege de enorme diversificatie en diepte van de markt, het opwaarts potentieel en de lage correlatie met andere markten.'

Welke rol speelde het besluit van MSCI dit jaar om lokale Chinese aandelen op te nemen in hun indices?

'De opname in de MSCI kwam pas nadat er het nodige gebeurd is op het gebied van regelgeving en eisen die internationale beleggers stellen aan het kunnen toetreden tot een nieuwe markt. We hebben MSCI de afgelopen jaren geadviseerd te wachten, omdat we nog

'EERST JE TEEN IN HET WATER, VOOR JE EEN BOMMETJE MAAKT'

vraagtekens hadden bij een voor ons belangrijke voorwaarde die betrekking had op de "beneficial ownership", oftewel de rechtszekerheid van het in bezit geven van aangekochte effecten. Daarvan hebben de autoriteiten gezegd: we hebben het zodanig geregeld dat wij absoluut niet bij jullie stukken kunnen komen.'

Hoe verschilt de lokale markt van de offshoremarkt in Hongkong?

'Aan de Hongkongse beurs staan zo'n tweehonderd aandelen genoteerd. Dat is een vrij klein universum met een beperkte liquiditeit. Kijk je naar die van Shanghai en Shenzhen, dan kom je op ruim 3500 aandelen. De dagelijkse liquiditeit is er 50% meer dan op de beurs van Amerika. Het is dus geen markt zoals de Russische begin jaren negentig, maar een die zich enorm heeft ontwikkeld voor lokale beleggers en nu het loket opent voor internationale beleggers.'

Zijn jullie niet bevreesd voor de hoge volatiliteit op deze markt?

'De lokale markt wordt in tegenstelling tot die van Hongkong gedreven door retailbeleggers. Die zijn nogal kortetermijngericht en blijken een sterke voor-

keur te hebben voor small- en midcaps. Dat zie je ook terug in de waarderingen, met hoge waarderingen voor small- en midcaps en oké waarderingen voor overige bedrijven. De toetreding van institutionele partijen zal een dempende werking hebben op de volatiliteit. Dat zal niet morgen of overmorgen gebeuren, maar, zoals alles wat in China gebeurt, in stapjes en gecontroleerd. Ook de correlatie met andere aandelenbeurzen zal geleidelijk toenemen.'

APG gaat in eerste instantie €250 mln beleggen in de lokale aandelenmarkt van China. Dat is 0,055% van jullie totale assets van €451 mrd. 'We beginnen klein, om er ons comfortabel bij te voelen. Je steekt eerst een teen in het water voordat je een bommetje maakt. De bedoeling is om het te laten meegroeien met het gewicht dat deze aandelen in de MSCI zullen krijgen, maar dat hangt van meerdere factoren af, waaronder de mijlpalen die we met E Fund bereiken. In totaal beleggen we voor €40 mrd in opkomendemarktaandelen, dat maakt het procentueel al iets meer.'

Waarom werkt APG samen met de Chinese assetmanager E Fund?

'Het voordeel van het werken met een lokale partner is dat we direct de beschikking hebben over een grote marktexpertise. E Fund heeft meer dan dertig aandelenanalisten die de hele markt volgen. Dus niet alleen de 220 grote bedrijven die nu door de MSCI worden toegevoegd, maar het hele pakket. Dat is waar ik voor onze klanten op wil inzetten.'

Maar als het grote APG hadden jullie toch ook zelf een team ter plaatse kunnen opstapen?

'Dat hebben we wel overwogen, maar kost te veel tijd. Bovendien is APG in China nog niet een naam die deuren opent. Een samenwerking met een lokale partij helpt daarbij. Zeker omdat we



RENÉ VAN DER ZEEUW, HOOFD EMERGING MARKETS BIJ APG AM

geen concessies doen op het gebied van ons verantwoord beleggingsbeleid, wil je ook begrijpen waar je in de dialoog met bedrijven de vinger op de plek kunnen leggen waarvan je denkt: dat kan beter. De samenwerking versnelt het proces van engagement.'

Staan Chinese bedrijven wel open voor engagement met buitenlandse beleggers?

'Daar zijn we zeker van. Bedrijven gaan graag de dialoog aan en we merken dat het niet voldoen aan bijvoorbeeld bepaalde governance niet altijd te maken heeft met onwil, maar ook met onbekendheid van het bedrijf met dit beleid.'

Aandelen uit opkomende markten zijn bezig aan een ijzersterke periode. Wat is je visie op de huidige markt?

'Afgelopen jaar en dit jaar zijn er wat zorgen op het wereldtoneel verdwenen dan wel verdisconteerd. Daarnaast hebben we gezien dat een van de grootste drivers, namelijk economische groei, aantrekt. Daarbij loopt het verschil met ontwikkelde markten weer op. Dat heeft te maken met de groei van het internationale handelsverkeer en de afgenomen zorgen over China. De groei vertaalt

zich dit jaar voor het eerst in winstgroei. De taxaties worden zelfs opwaarts bijgesteld. De winstgroei is goed voor het investeringsklimaat. Deze cyclus draait dus goed en zal nog wel doorzetten, tenzij er bijvoorbeeld ergens een bom valt of de groei in China of India in elkaar dondert. Daar gaan we niet van uit.'

Hoe zijn de waarderingen?

'In 2015 waren de waarderingen nog een hele grote plus. Die waren echt aantrekkelijk ten opzichte van de historisch gemiddelden. Met het oplopen van de markten is dat voordeel geleidelijk aan het verdwijnen. Maar ten opzichte van ontwikkelde markten is de waarderingpropositie nog steeds heel aantrekkelijk.'

Wat betekent dit voor de allocatie naar opkomende markten?

'Onze klanten hebben een heel lange termijn horizon. Hun allocatie naar opkomende markten is vooral een strategische. Ze zijn positief over opkomende markten, ook bezien in het licht van alle asset classes. Dus zijn ze al geruime tijd overwogen in opkomende markten.' ■

HARM LUTTIKHEDDE IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

BELEGGERS KEREN TERUG NAAR 'GOEDKOOP' JAPAN

HERWAARDERING VAN AANDELEN NA CULTUUROMSLAG

Positieve winstverrassingen, lage waarderingen en verbetering van de corporate governance geven Japanse aandelen vleugels. Strategen zien nog voldoende opwaarts potentieel.

TEKST JEROEN BOOGAARD

Japan weet zich eindelijk te ontworstelen aan de stagnatie en deflatie die het land al decennia in hun greep houden. Dit is terug te zien op de beurs, waar de Nikkei-index voor het eerst sinds 1996 weer boven de 21.000-punten-grens is uitgekomen. Arnout van Rijn, chief investment officer voor Robeco in Hongkong, denkt dat de koersen verder stijgen. 'De economie trekt aan, waarderingen zijn laag en de sterke winstgroei zet de komende jaren door.'

Het goede winstmomentum is volgens hem mede te danken aan de hervormingen onder premier Shinzo Abe. 'Japanse bedrijven waren de afgelopen dertig jaar vooral gericht op omzetgroei en wisten vaak niet eens hun kosten van kapitaal goed te maken. Daardoor is aandeelhouderswaarde vernietigd', zegt Van Rijn. Bedrijven staan nu onder druk om hun rendement op het eigen vermogen te vergroten en balansen efficiënter in te zetten. Dat heeft succes: winstmarges nemen toe en er wordt meer geld aan

de aandeelhouders uitgekeerd. Er is echter nog een inhaalslag te maken, zegt hij. Het rendement op het eigen vermogen voldoet gemiddeld genomen al aan de norm van 8%, maar is nog ver verwijderd van de 15% in de Verenigde Staten.

Hoewel veel vermogensbeheerders positief zijn over de Japanse aandelenmarkt, ziet hij dat grote beleggers meestal nog onderwogen zijn. 'Er is nog steeds weinig vertrouwen in het vermogen van Japanse bedrijven om aandeelhouderswaarde te creëren.

Maar nu de mentaliteit van Japanse managers verandert, zien we internationale beleggers weer terugkeren naar de Japanse beurs. Dat zal het waarderingsverschil tussen Japan en de rest van de wereld verkleinen.'

Meer dividend

Verkrapping van het extreem ruime monetaire beleid is een risico, maar Van Rijn ziet die koers voorlopig geen werkelijkheid worden, gezien de nog altijd lage inflatie. De Japanse centrale bank zal volgens hem doorgaan met het kopen van etf's op Japanse aandelen en het programma op een gegeven moment slechts heel langzaam afbouwen. 'Dit zal geen grote schok op de beurs teweegbrengen, ook omdat Japanse pensioenfondsen nog relatief weinig binnenlandse aandelen in bezit hebben en klaarstaan om hun allocatie te vergroten.' Om de vergrijzing het hoofd te bieden, moet de pensioensector zijn rendement verhogen. Vandaar de druk op het bedrijfsleven om de winstgevendheid te verbeteren, legt Van Rijn uit.

De scepsis onder buitenlandse beleggers biedt kansen voor stock pickers. Van Rijn: 'Wij zoeken naar be-

NIET MEER GOEDKOOP

Japanse aandelen zijn in historisch perspectief niet langer goedkoop.

De Topix noteert tegen 15 keer de verwachte winst voor dit jaar.

Het langetermijngemiddelde is 13.

Vergeleken met andere ontwikkelde markten blijft Japan hiermee aantrekkelijk.

De rijzende zon, het zenit en de val

Nikkei 225, eindemaandcijfers sinds mei 1949



drijven waar nog veel valt te verbeteren aan de bedrijfscultuur en die om die reden nog laag gewaardeerd zijn,' Die vindt hij vooral onder industriële ondernemingen en in de financiële sector. 'Japanse banken noteren tegen slechts 0,6 keer de boekwaarde en hebben een dividendrendement van 4%. De kapitaalpositie verbetert dankzij de verkoop van belangen in Japanse bedrijven. Wij verwachten daarom hogere dividenduitkeringen en meer aandeleninkoop.'

Nathan Gibbs, fondsbeheerder Japanse aandelen bij Schroders, zet zijn kaarten momenteel vooral op binnenlandse bedrijven. 'Voor het eerst sinds lange tijd zien we dat de binnenlandse economie aantrekt en de drijvende kracht begint te vormen achter het herstel in Japan. Het consumentenvertrouwen stijgt en er ontstaan zelfs capaciteitstekorten. Dat is vrij zeldzaam voor Japan en zal zich normaliter vertalen in hogere kapitaal-

vesteringen,' zegt Gibbs. Zijn voorkeur gaat ook uit naar financials, die volgens hem laag zijn gewaardeerd en kunnen gaan profiteren van de deflatie-omgeving. Daarnaast vindt hij speciaalzaken in de retailsector en vastgoedaandelen aantrekkelijk.

Vergrijzing

Gibbs verwacht dat de winsten dit jaar met 13% tot 15% toenemen en dat de groei volgend jaar verder versnelt. 'Dit is nog niet ingeprijsd, vooral binnenlandse bedrijven kunnen gaan verrassen.' Verder wijst ook hij op het feit dat Japanse bedrijven meer geld terugsluizen naar de aandeelhouders en hun corporate governance aan het verbeteren zijn. 'Voorheen vonden Japanse managers dat het overtollige geld op de balans aan de onderneming toebehoorde, maar ze zien nu langzamerhand in dat het in feite van de aandeelhouders is. Deze ontwikkelingen rechtvaardigen uiteindelijk

een hogere waardering.' De vergrijzing is voor hem geen reden om binnenlandse sectoren te mijden. 'Het is zeker een probleem voor de lange termijn, maar de bevolkingskrimp is eenvoudig te voorspellen en zal niemand meer verrassen. Bovendien groeit de bevolking in de grote steden en steeg het aantal werkzame personen de laatste jaren met 2 miljoen tot 2,5 miljoen, onder meer dankzij de toename van de arbeidsparticipatie van vrouwen,' zegt Gibbs.

Net als zijn collega's is Tony Glover, hoofd beleggingen Japan voor BNP Paribas Asset Management, enthousiast over Japan op basis van de fraaie winstvooruitzichten en veranderende bedrijfscultuur. Maar hij plaatst wel een kanttekening bij de waarderingen. 'Japan is niet langer goedkoop in historisch perspectief. De Topix noteert tegen 15 keer de verwachte winst voor dit jaar, boven het lange-termijngemiddelde van circa 13. Vergeleken met andere ontwikkelde markten is Japan wel aantrekkelijk gewaardeerd.'

Glover denkt ook dat buitenlandse beleggers weer meer in Japan gaan beleggen door de vooruitgang op het gebied van corporate governance. 'Het Japanse bedrijfsleven heeft nu veel meer oog voor aandeelhouderswaarde, zodat de waarderingsskloof met het Westen op termijn kan afnemen,' zegt Glover. Zolang de inflatie onder de doelstelling van 2% blijft, zal de Bank of Japan haar ruime monetaire beleid voortzetten, verwacht hij. 'Sommige klanten vrezen dat de Japanse centrale bank haar aandelenposities ook direct zal afbouwen wanneer ze stopt met kopen, maar dat is niet ons basisscenario. Dit gaat heel langzaam zonder veel verkoopdruk'.

JEROEN BOOGAARD IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.

GEEN RUIMTE VOOR PASSIEF AZIË BIJ UITSTEK HET DOMEIN VAN ACTIEVE FONDSEN

Hoewel het marktaandeel van etf's in rap tempo toeneemt, blijft beleggen in aandelenfondsen uit de regio Azië-Pacific een actief feestje.

TEKST LENNEKE ARTS

De Aziatische markt is er bij uitstek eentje waarin actief beleggen nog loont. Dat is de conclusie van consultancybureau AF Advisors. In de top tien van beste fondsen voor de Nederlandse retailmarkt die het Rotterdamse bureau ieder kwartaal opstelt voor tien beleggingscategorieën op, is in de klasse Asia-Pacific exclusief Japan geen enkele tracker te vinden.

'De partijen die het goed doen, zijn vaak lokaal aanwezig, wat de prestaties van een fonds tot een teamgedreven effort maakt', aldus Bas Nagtzaam van het onderzoeksbureau in een toelichting. 'Daardoor ontstaan portefeuilles met een beperkt aantal namen; een buitengewoon actieve strategie.'

Op nummer 1 staat het Comgest Growth Asia Pac ex Japan-fonds, van het Franse fondshuis dat behalve in handen van het management óók in handen van alle medewerkers is. Dat is voor de derde keer op rij.

'Het is een fonds dat zich richt op kwalitatief goede bedrijven, die over een termijn van vijf jaar waarde toevoegen', zegt Guido Corbeau van AF Advisors. 'De uitgebreide ana-

De comeback van Azië

Top 10 fondsen Azië, ex Japan, large cap, per eind derde kwartaal 2017

		Rendementen in %	
		3 jaar	5 jaar
1	1 Comgest Growth Asia Pac ex Jpn USD I Acc	18,36	17,01
2	2 Schroder ISF Asian Opp C EUR Acc	16,42	13,44
3	4 Schroder ISF Asian Total Ret C	14,98	13,18
4	- Fidelity Asian Special Sits Y-Acc-USD	15,73	14,10
5	3 Hermes Asia Ex Japan Equity F EUR Acc	16,61	-
6	- GAM Multistock Asia Focus Equity USD C	15,72	14,35
7	8 Schroder ISF Emerg Asia C EUR	16,50	13,32
8	- Vontobel mtx Sust Asian Ldrs exJpn B USD	21,59	18,19
9	9 BGF Asian Growth Leaders D2RF	16,01	-
10	6 TT Asia Pacific ex Japan A1 USD	17,93	13,84

Graphic: Paul Mouwes | Bron: AF Advisors

lyses van het grote, ervaren team zorgen ervoor dat er maximaal dertig tot veertig bedrijven in de portefeuille worden opgenomen. Dat, in combinatie met de zeer goed presterende Aziatische markten, zorgt voor goede resultaten.'

Meer dan rendement

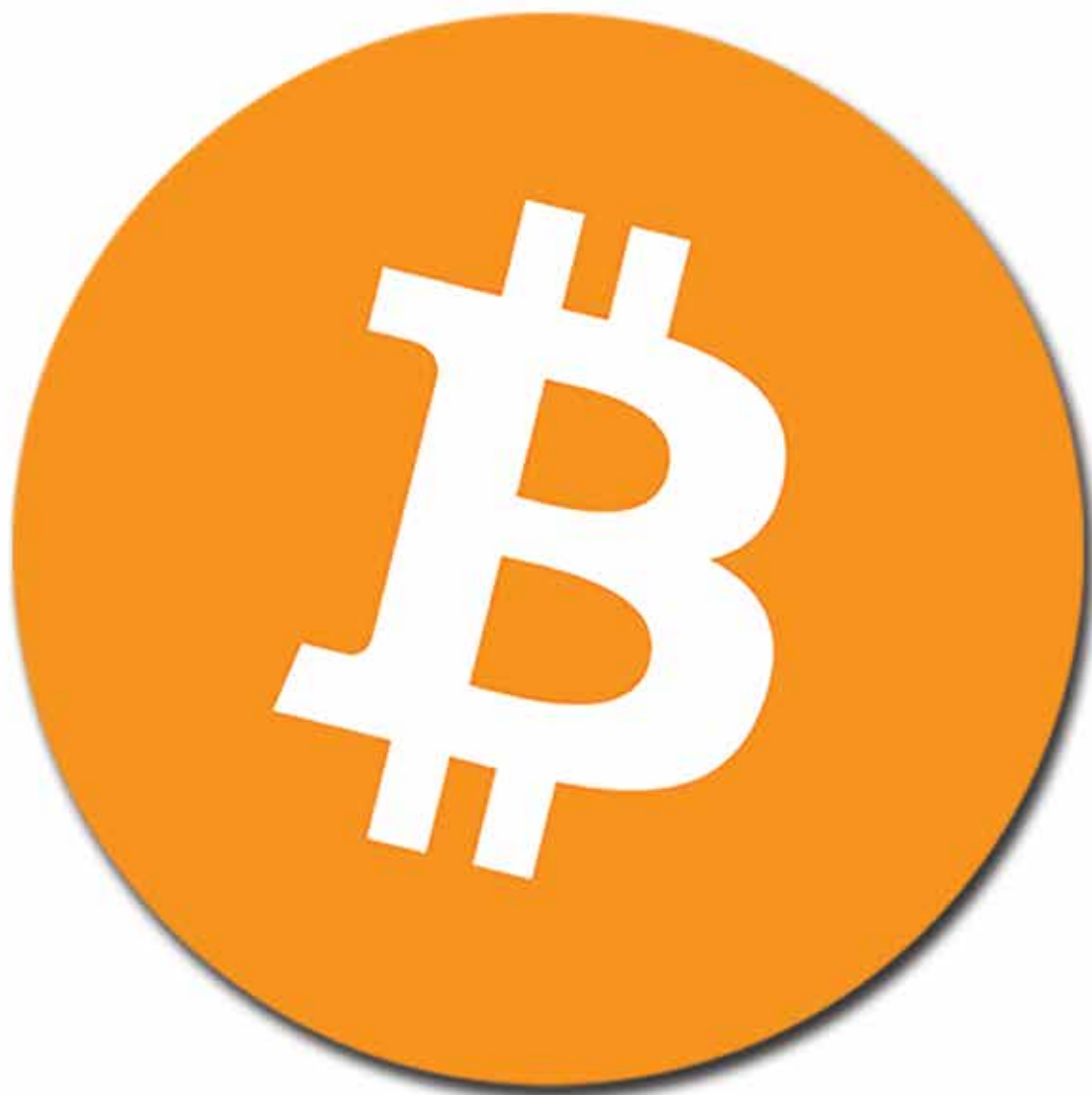
De afgelopen drie jaar heeft het Comgest-fonds een rendement van gemiddeld 18,36% per jaar behaald. De nummer 2, het Schroder ISF Asian Opportunities-fonds, haalde in diezelfde periode een gemiddeld jaarlijks rendement van 16,42%.

Rendement is overigens niet het enige waar AF Advisors naar kijkt. Ook zaken als kosten, eerdere ran-

kings in de lijst, de beschikbaarheid van informatie over het fonds en de consistentie van de fondsmanagers spelen mee.

Dat helpt Schrodgers aan drie plekken in de top tien. Behalve de nummer 2, zijn dat het Schroder ISF Asian Total Return-fonds op 3 en Schroder ISF Emerging Asia op nummer 7. Corbeau: 'Dit komt mede doordat Schrodgers een groot Azië-team heeft dat gevestigd is in Hongkong en Singapore. Dit team staat bovendien onder leiding van Robin Parbrook, die al 25 jaar actief is in de regio.'

LENNEKE ARTS IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.



bitcoin

Bitmymoney helpt sinds 2013 mensen
op een makkelijke en veilige manier bitcoin te bezitten

bitmymoney.com

Comgest's grootste beleggingsfondsen¹ zijn volgens Trucost²
60% minder koolstofintensief
dan vergelijkbare MSCI indices

LANGE TERMIJN

GEDISCIPLINEERD

ONAFHANKELIJK

INTERNATIONAAL

WWW.COMGEST.NL



Uitsluitend bestemd voor professionele beleggers

1. Deze studie heeft betrekking op Comgest's Global Equity, Global Emerging Markets Equity en Pan-European Equity strategieën die beschikbaar zijn in de vorm van UCITS beleggingsinstrumenten.

2. Bron: Trucost, tCO₂e per € miljoen belegd, peildatum 31/12/2016 (Comgest Global Equity: 62% minder koolstofintensief dan MSCI AC World / Global Emerging Markets Equity: 73% minder koolstofintensief dan MSCI Emerging Markets / Pan-European Equity: 61% minder koolstofintensief dan MSCI Europe).