

DE COMEBACK VAN VASTGOED

Wel of geen goede inflatiehedge?

- Sturen op risico's PAGINA 10
- Dutch View: Credits PAGINA 18
- New kids on the block PAGINA 28



REIZIGERS VAN WERELDFORMAAT



David Beckham. Icoon in de gehele wereld, staat voor perfectie, precisie en stijl. Een legende geworden door fabelachtige prestaties. Om zijn pols draagt hij de Breitling Transocean Chronograph Unitime, het ultieme horloge voor reizigers. Uurwerk: Breitling Caliber B05, officieel gecertificeerd door het COSC (het Zwitserse officiële chronometer testinstituut), met 5 jaar Breitling garantie. Automatische high performance chronograaf. De universele tijdfunctie maakt het mogelijk de tijd af te lezen in alle 24 tijdzones, dankzij een gepatenteerd mechanisme en een ultra gebruikersvriendelijk correctiesysteem dat met de kroon wordt geregeld. Comfort en elegantie voor eersteklas reizigers. Was getekend: Breitling.



advieswinkelverkoop prijs € 9.820,-



BREITLING.COM

INSTRUMENTS FOR PROFESSIONALS™

Laagvolatiel beleggen: minder verliezen, dus sneller winnen

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

In de grafiek hebben we dit zichtbaar gemaakt. We hebben het fonds Robeco Emerging Conservative Equities vanaf de lancering in maart 2011 vergeleken met de MSCI Emerging Markets Index. Het cumulatieve rendement van Emerging Conservative Equities bedroeg over deze periode 23,1% (14% per jaar gemiddeld)* met een volatiliteit van slechts 10,8%, terwijl de referentie-index een rendement

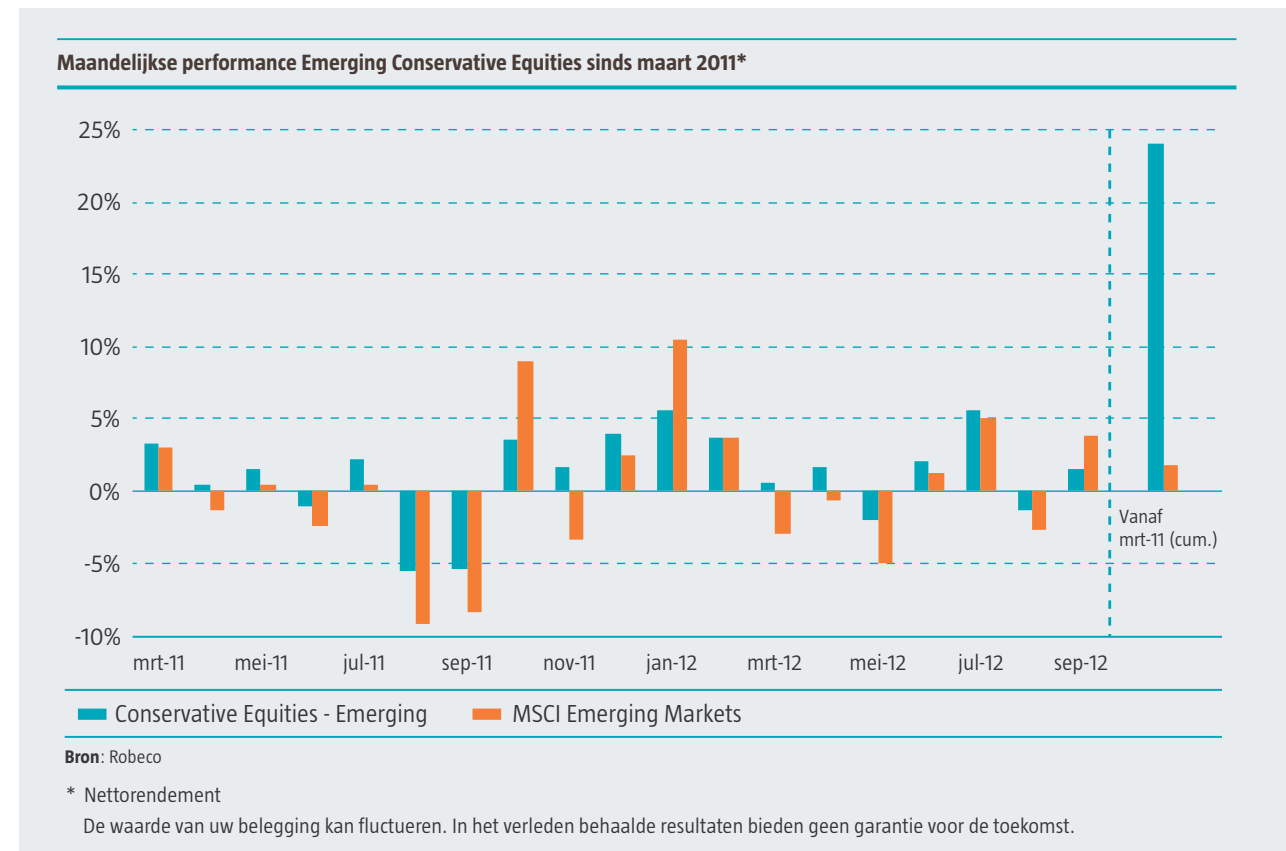
van 1,8% had bij een volatiliteit van 17,7%.* Ter verduidelijking, een aandeel dat bijvoorbeeld 20 procent daalt, moet 25 procent stijgen om weer op het oude niveau terug te komen. En een aandeel dat 50 procent daalt, moet maar liefst 100 procent terugwinnen! Een aandeel dat minder hard gedaald is, heeft minder goed te maken en zal naar verwachting sneller herstellen.

Opvallend is dat laagvolatiele aandelen in stijgende markten naar verwachting maar beperkt achterblijven bij andere aandelen. Die combinatie vormt de aantrekkingskracht van laagvolatiel beleggen. Robeco heeft al meer dan zes jaar ervaring met zijn strategie in laagvolatiele aandelenportefeuilles, Europees (Robeco European Conservative Equities)



en wereldwijd (Robeco Global Conservative Equities). Inmiddels beheren wij meer dan EUR 3,5 miljard aan laagvolatiele aandelen (per 30-8-2012). Wij gebruiken onze zeer uitgebreide expertise om een langetermijnstrategie neer te zetten voor aandelen die in een neergaande markt minder verliezen, waardoor ze sneller herstellen. Over het algemeen hebben deze aandelen ook hogere dividendrendementen. We streven voor Emerging Conservative Equities naar een dividend van ca. 5% per jaar.

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



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

ROBECO
The Investment Engineers

VOORWOORD

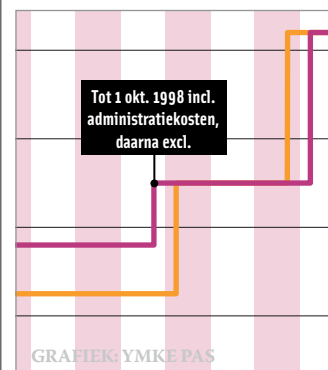
Beleggers twijfelen welke toekomst voor hen ligt. Is het er een waarin het inflatie- of juist het deflatiescenario dominant is? Vooralsnog lijkt de economie in de greep van deflatie. Maar een toenemend aantal beleggers, en vooral ook de meer vermogende beleggers, nemen een voorschot op een scenariowisseling te moeten nemen. Zij steken meer geld in inflatiegerelateerde obligaties, alsook in vastgoed. Vooral commercieel vastgoed is in trek, omdat de huren jaarlijks geïndexeerd worden. Maar als het huurcontract afloopt, is de kans groot dat de gedaalde vastgoedprijzen ook tot lagere huurinkomsten leiden – de belegger komt dan van de regen in de drup. Dat is voor vastgoedbeleggers reden om zeer behoedzaam te zijn in de keuze van hun beleggingsobjecten. De voorkeur gaat dan ook uit naar winkelparadijzen die zich vooral op beleving richten. Veelal gaat het om malls in metropolen als Londen en Parijs, waar de leegstand beperkt is en de huren jaar op jaar stijgen en de overheid een streng vergunningbeleid voert.

Cees van Lotringen
HOOFDREDACTEUR FONDSNIEUWS
CEES.VANLOTRINGEN@FONDSNIEUWS.NL

DE COMEBACK VAN VASTGOED

PAGINA 6-7

ILLUSTRATIE: CORBIS



Kroniek van de stijgende beheervergoeding

De autoriteiten hebben de schijnwerpers gericht op de in de loop der jaren sterk gestegen kosten van fondsen en willen de distributievergoeding afschaffen die het fondshuis aan de bank betaalt. Redacteur Barbara Nieuwenhuijsen dook in het verleden en vond de bron van de kostenstijgingen.

PAGINA 14-15



Themadossier: Emerging markets

De BRIC-landen stelden de afgelopen jaren teleur op de aandelenmarkten. De correlatie met het Westen was hoog en de lagere vraag naar goederen uit China en andere emerging markets drukte de groei. Terwijl China bezig is met de ombouw van zijn economie, stoomt een nieuwe serie groeielanden zoals Turkije op, die verrast met groei en hoge rendementen.

PAGINA 21-31

EN VERDER

Dutch View: Credits

Fondsnieuws-seminar over trends in het obligatiebeleggen

PAGINA 18-19

Sturen op risico's

Antwoord op stijgende correlatie: meer risicodiversificatie

PAGINA 11-12

RUBRIEKEN

FAVORIETE GRAFIEKEN 9
PRODUCTPANEL 17

FONDSNIEUWS

FONDSNIEUWS IS EEN INITIATIEF VAN DE FD MEDIAGROEP DAT ZICH RICHT OP GESTAN-DAARDISEERDE BELEGGINGSPRODUCTEN.

COLOFON

HOOFDREDACTEUR FONDSNIEUWS CEES VAN LOTRINGEN ONTWERP ANTOINE HAMERS VORMGEVING TINEKE ENGELBRACHT BEELDBEWERKING BINH TRAN AAN DEZE SPECIAL WERKTEN MEE FRANK VAN ALPHEN, TIBBE HOEKSTRA, LODEWIJK VAN DER KROFT, JAN VAN DE LAAR, CEES VAN LOTRINGEN, HARM LUTTIKHEDDE, BARBARA NIEUWENHUIJSEN, YMKE PAS, ROGIER RAKE, MIRANDA SCHOUTSEN SALES THUIS PESSIONS (PESSIONS@FDMEDIAGROEP.NL) CONTACT REDACTIE@FONDSNIEUWS.NL

DE COMEBACK VAN VASTGOED

WEL OF GEEN GOEDE INFLATIEHEDGE?

- *E-commerce tast waarde van winkelvastgoed aan*
- *Winkelen was kopen, maar wordt beleven*

TEKST: CEES VAN LOTRINGEN

SINDE DE KREDIETCRISIS in 2007 als een sluipmoordenaar heeft toegeslagen, is vastgoed het weeskind van de belegger. Dalende (ver)koopprijzen voor commercieel vastgoed, dalende huurinkomsten, leegstand en een huizenmarkt waarvan het fundament wordt aangetast door een aardverschuiving die meerdere oorzaken kent. Toch kan vastgoed sinds enige tijd weer op een groeiende groep van beleggers rekenen.

Maar liefst 15% van deze groep heeft op dit moment vastgoed in de portefeuille, terwijl dat een jaar geleden nog 9% was. Daarbij geldt: hoe hoger het vermogen, hoe groter het percentage beleggers dat een deel van het vermogen aanwendt voor gestapelde stenen. Van de beleggers met een vrij te beleggen vermogen van meer dan € 500.000 heeft 34% in vastgoed belegd.

Volgens de recentelijk gepubliceerde Schrodgers Beleggingsbarometer geldt de sterke allocatie naar vastgoed vooral voor beleggers die van beleggingsadviseurs gebruikma-

ken. Die hernieuwde interesse voor vastgoed kent meerdere verklaringen: beleggers willen de correlatie in hun portefeuille verkleinen door in alternatieven te beleggen, ook al is vastgoed minder liquide dan bij voorbeeld aandelen of obligaties. Behalve met correlatie heeft het ook te maken met de aanname dat vastgoed een hedge vormt tegen mogelijk stijgende inflatie. Mede dankzij die belangstelling is de EPRA-index dit jaar met 22% gestegen.

Vermogensbehoud

'Het is een goede inflatiehedge, maar het is geen perfecte hedge', waarschuwt Ryan Dally, die bij Insinger de Beaufort het vastgoedteam aanvoert. 'Of het goed is of perfect hangt vooral af van de vraag of er sprake is van leegstand of niet. Is dat het geval, dan biedt vastgoed geen bescherming tegen inflatie.'

Op dit moment is er nog geen serieus bewijs van een olopend inflatiescenario: de economische groei in Europa is laag en het risico van een nieuwe akte in het schouwtoneel van de kredietcrisis groot. Maar gefortuneerde Europeanen sluiten een uiteenvallen van de eurozone nog altijd niet uit en hebben

daarom liever een Duitse euro dan een Italiaanse of een Griekse euro. Om die reden investeren ze op grote schaal in de Duitse huizenmarkt en kopen die superrijken zich in Londen in. Het zijn majestueuze, peperdure huizen waar ze doorgaans meer dan driehonderd dagen per jaar niet zijn. 'Het doel ervan is behoud van vermogen', zegt Dally.

Beleggen in vastgoed om het inflatiespook van je af te houden, is geen sinecure. Want door de kredietcrisis is het beeld van Europa gefragmenteerd geraakt; kansen en risico's lopen sterk uiteen: in de eerste zes maanden daalde het aantal transacties in commercieel vastgoed in Europa op jaarbasis met 20%, voor de Europese periferie was dat zelfs 70%. In de Benelux en Scan-

'Vastgoedbeleggers willen in malls beleggen, waar het accent ligt op belevingswinkels'

dinavië nam het aantal transacties op jaarbasis juist toe met 50%.

Londen op kop

Naast de sterke, door de kredietcrisis gedreven ontwikkelingen is er sprake van een aantal ingrijpende trends op het terrein van globalisering, vergrijzing en digitalisering van de samenleving die aan vastgoed niet voorbij gaat.

'Dat geldt bij voorbeeld voor de globalisering, die zich vooral afspeelt in een aantal metropolen in de wereld. Naast New York, Hongkong en Singapore, zijn dat in Europa vooral Londen en in mindere mate ook Parijs, Berlijn en Stockholm. Voor het Europese continent is Londen het onaanvechten centrum van de financiële sector, maar ook van technologie- en mediabedrijven als Facebook, Apple en Google. 'Dergelijke wereldmerken willen in Londen zijn, want daar wil de creatieve klasse ook naartoe', zegt Dally.

De aantrekkingskracht van steden als Londen op hoogopgeleide mensen blijkt uit de prijzen van zowel commercieel als residentieel vastgoed. In Londen zijn de winkelhuren fors hoger dan in de rest van het Verenigd Koninkrijk. Dat

komt mede doordat er in Londen sprake is van een hoger en luxer consumptiepatroon. Het ondersteunt een andere trend: die van een toenemende kloof tussen arm en rijk. Vastgoedbeleggers als Ryan Dally van het Insinger de Beaufort Real Estate Equity Fund en Matthijs Storm van Kempen Best Selection European Property Fund spelen daarop in.

Matthijs Storm van Kempen zegt dat hij vooral wil beleggen in winkelgebieden die een beleving bieden. Veelal gaat het daarbij om 'malls', waar grote merken samenklonteren. Voorbeelden zijn Westfield in Londen en Parly 2 nabij Parijs. De laatste is eigendom van vastgoedfonds Unibail-Rodamco, dat volgens fondsmanager Dally als een van de eersten succesvol op deze trend inspeelde. Deze winkelcentra zullen een magneetwerking op consumenten blijven houden, omdat er themawinkels te vinden zijn die het accent leggen op beleving en omdat deze centra een compleet winkelaanbod bieden.

'Beleving' is het antwoord op de digitalisering van de samenleving, want een multi-channelstrategie heeft de toekomst en daar spelen trendsetters als het Britse John Lewis op in. Het bedrijf heeft aangekondigd het aantal winkels in het Verenigd Koninkrijk te halveren tot honderd. John Lewis is, na het Britse Next, marktleider op het terrein van onlineverkoop: 24% van de omzet is daar nu al aan te danken.

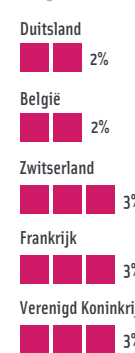
Leegstand

Onlineverkoop staan als percentage van de totale winkelverkoop nog in de kinderschoenen, maar de groei is revolutionair. Voor winkelgebieden en binnensteden zal die trend grote gevolgen hebben, zegt Storm. Zo is het overaanbod van winkelvastgoed in provinciesteden in Gelderland, Groningen en Limburg al goed zichtbaar en die ontwikkeling zet door. Gemiddeld is de leegstand in Nederland nu 6%, maar aan het einde van dit decennium zal dat meer dan 9% zijn. Nederland wordt relatief hard geraakt, omdat de winkeldichtheid een van de hoogste in Europa is: 347 vierkante meter per duizend inwoners, tegen 241 gemiddeld.

Storm vindt dat het Nederlandse beleid op de vastgoedmarkt niet alleen overaanbod en leegstand in de hand heeft gewerkt, maar dat boven-

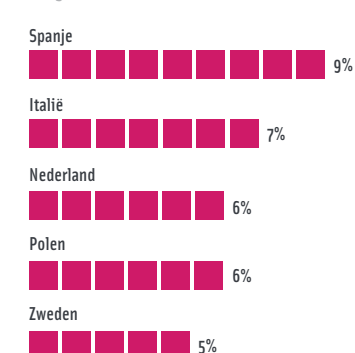
Vergunning nationaal geregeld

Leegstand in %



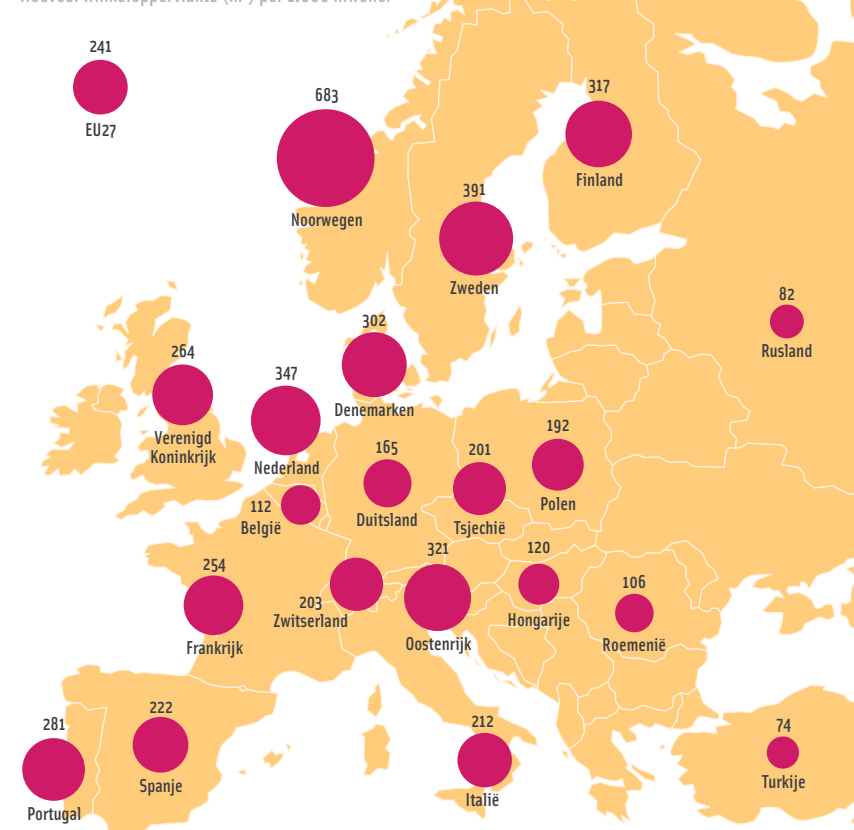
Vergunning lokaal geregeld

Leegstand in %



Europese bevoorrading

Hoeveel winkelloppervlakte (m²) per 1.000 inwoner



GRAFIEKEN: YMKE PAS

Bron: PMA, Green Street European Research, Cushman & Wakefield

'Actief management van winkelvastgoed is een utopie in Nederland door de regelgeving'

dien niet of laat wordt ingespeeld op trends als van de belevingswinkels en onlineverkoop. 'In Nederland worden vergunningen voor nieuwe winkelprojecten op gemeentelijk niveau afgegeven, terwijl dit in de meeste andere Europese landen op nationaal niveau gebeurt.' Malls die je als eigenaar actief kan managen, zijn volgens Storm een

antwoord op bovengenoemde trends, maar in tegenstelling tot Frankrijk en Groot-Brittannië zijn malls in Nederland niet toegestaan buiten de gemeentegrenzen, zodat er sprake is van een bestuurlijke patstelling die op gespannen voet staat met die consumenten- en beleggingstrends.

Volgens hem is actief management van winkelvastgoed in Nederland dan ook een utopie. Het wordt beperkt door wet- en regelgeving. 'Bovendien zijn huurders in Nederland niet verplicht omzetgegevens met de eigenaar van het gehuurde vastgoed te delen. Daardoor heb je als belegger geen goed beeld van de performance van je vastgoed en ben je volledig overgeleverd aan een overbewinkelde markt.' Storm, alsook Dally van Insinger, geeft daarom de voorkeur aan beleggen in beursgenoteerde fondsen zoals Unibail-Rodamco, Hammons, Westfield en Capital Shopping Centres, die zich vooral richten op deze malls in Londen en Parijs.

Inflatie-indexatie

Voor deze vastgoedbeleggers zijn de niet-genoteerde vastgoedfondsen taboe. Zij hebben overwegend portefeuilles van kleine en middelgrote wijkwinkelcentra, retailprojecten die 'commodity retailers' huisvesten en sommige 'factory outlets'. 'Die fondsen verkeren nu veelal al in financieringsproblemen', zegt Storm.

Nu de dreiging van inflatie en stagnatie aanwezig is, is het volgens hem essentieel om je te richten op regionaal dominante winkelcentra met een lage leegstand. Storm: 'Want weliswaar is er sprake van een jaarlijkse inflatie-indexatie in de winkelhuren, maar in het geval van leegstand krijg je als verhuurder (en daarmee als belegger) na het aflopen van het contract te maken met lagere huurprijzen en die werken ook door in de nieuwe contracten.'

Nederland is van dat risico een schrijnend voorbeeld: de heronderhandelde huurprijzen van winkelmeters is ten opzichte van 2000 met 35% in reële termen gedaald, terwijl in dominante winkelcentra in Duitsland, Engeland en Frankrijk sprake is van een jaarlijkse stijging van 5%. ■

CEES VAN LOTRINGEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

Computermodellen zijn handig, maar gezond verstand is beter.



De computer wordt door ons voor vrijwel alles gebruikt, behalve voor het nemen van beleggingsbeslissingen. De werkelijkheid kent nu eenmaal meer variabelen dan we in een computermodel kunnen stoppen.

Voor ons is gezond verstand eigenlijk belangrijker. Als onze fondsmanager op grond van jarenlange ervaring zegt dat een mogelijke investering 'niet goed voelt', is dat voor ons waardevol genoeg om op zoek te gaan naar de achtergrond van dat gevoel en de onderste steen boven te halen. Dat kritisch zijn loont, vindt u bijvoorbeeld terug in twee uitstekend presterende obligatiefondsen: het Delta Lloyd Euro Credit Fund en het Delta Lloyd Bond Euro Fonds.

Meer informatie over al onze vastrentende fondsen vindt u op www.deltalloyd.nl/vastrentendbeleggen. Wellicht doet u inspiratie op om weer eens met uw beleggingsadviseur om te tafel te gaan zitten.

Kritisch op het juiste moment **delta lloyd**

De Delta Lloyd Beleggingsfondsen zijn als beleggingsinstellingen opgenomen in het register dat wordt gehouden door de Autoriteit Financiële Markten. Loop geen onnodig risico. Lees de Essentiële Beleggersinformatie voordat u het product koopt. Deze is verkrijgbaar via www.deltalloydassetmanagement.com. De waarde is afhankelijk van ontwikkelingen op de financiële markten en kan als gevolg van het beleggingsbeleid sterk fluctueren.

WACHTEN WORDT BELOOND

Ivan Moen, hoofd investments van Optimix Vermogensbeheer, focust op Europese aandelen, de rente en de earnings yield.

BELEGGINGSSTRATEGIE

IVAN MOEN

Ivan Moen is partner en head of investments van de Amsterdamse vermogensbeheerder Optimix. Moen staat aan het hoofd van een klein en wendbaar team van portfoliomanagers en fondsmanagers die samen de strategische en tactische assetallocatie bepalen. Een deel van het vermogen van klanten wordt belegd in eigen fondsen. Zo voert Moen het Optimix America Fund aan, dat vijf Morningstar-sterren heeft en wordt gerekend tot de best presterende Amerikaanse fondsen van de laatste jaren. Moen werkt sinds 2008 bij Optimix. Eerder was hij werkzaam bij APG Investments.



'Voor geduldige beleggers liggen er veel kansen in Europese aandelen'

Europese aandelen kansrijk

VOOR DE GEDULDIGE belegger ligt er een grote kans te wachten in Europese aandelen. De schulden crisis heeft haar sporen nagelaten op de aandelenwaardering ten opzichte van Amerikaanse aandelen. Deze grafiek illustreert dat het verschil in de afgelopen veertig jaar niet zo extreem is geweest. Marktsentiment heeft geleid tot overdrijving en overdrijving leidt tot beleggingskansen. Het globale karakter van de in Europa genoteerde multinationals komt sterk overeen met Amerikaanse multinationals. Het negatieve sentiment heeft er echter toe geleid dat het gehele Europese spectrum in de verkoop is gedaan.

Lange rente

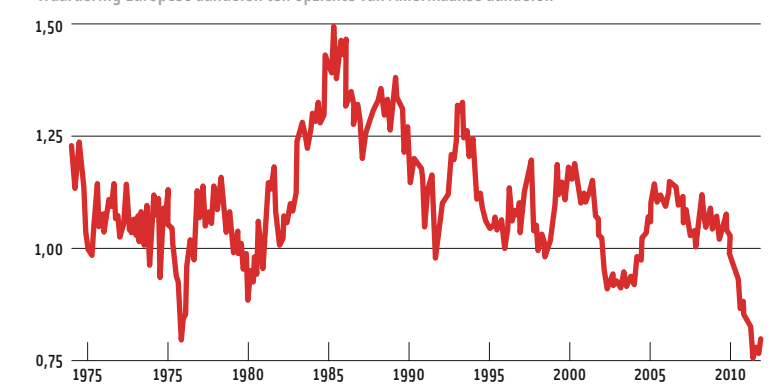
JARENLANG LIETEN WIJ deze grafiek zien en was onze stellingname dat de obligatierente in een échte langetermijncontext nog niet bijzonder laag was. Beleggers keken veel selectief en zagen dan uiteraard één dalende lijn tot een ongekend laag niveau, naar ons idee een typisch staaltje van 'anchoring'. Deze grafiek maakt duidelijk dat de Amerikaanse rente nu wél ongekend laag is. Naar ons idee tendert de rente naar een optelsom van reële rente, plus een (verwachte) inflatiepremie, plus een (landafhankelijke) risicotoeslag. Op lange termijn tendert de reële rente naar de gemiddelde verwachte reële economische groei.

Dividend yield

HET 'FED-MODEL' deelt de 'earnings yield' van aandelen (de inverse van de koers-winstverhouding van aandelen) op de nominale rentevoet om door middel van het verloop in deze ratio een idee te geven over de (relatieve) waardering van aandelen versus obligaties. Er is veel op deze methode af te dingen. Zo verkrijgt de obligatiebelegger wel rente, maar de aandelenbelegger krijgt geen 'earnings', maar dividend. De 'dividend yield' is daarom een betere vergelijkingsmaatstaf. Daarnaast is de nominale rente per definitie een nominale grootte, maar wordt deze vergeleken met een reële grootte: winst dan wel dividend. ■

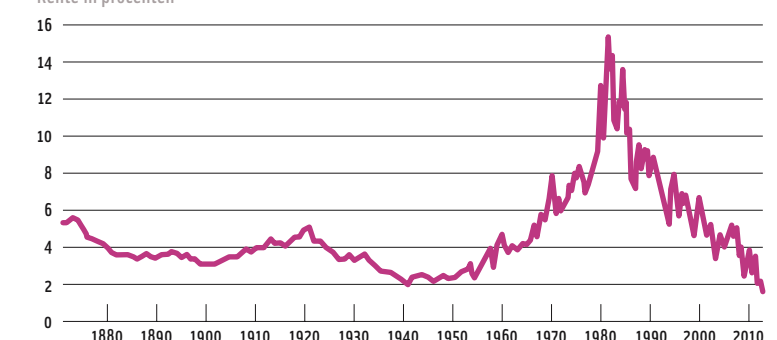
MSCI Europa in LOC / S&P 500 in LOC

Waardering Europese aandelen ten opzichte van Amerikaanse aandelen



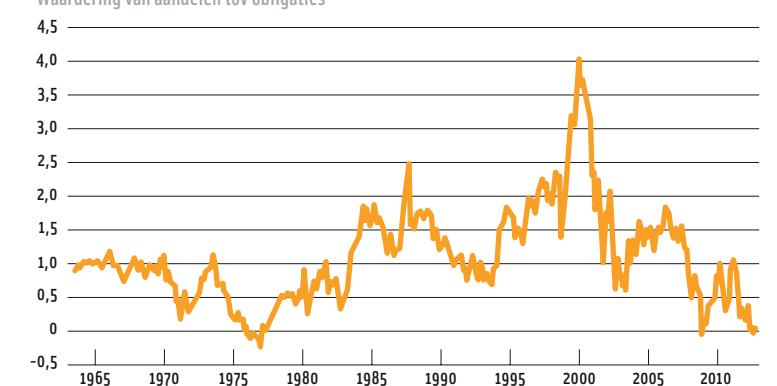
Langetermijnrendement Amerika

Rente in procenten



FED model - S&P 500

Waardering van aandelen tov obligaties



GRAFIEKEN: YMKE PAS

STUREN OP RISICO'S

ANTWOORD GEZOCHT OP STIJGENDE CORRELATIE

Omdat spreiding over beleggingscategorieën niet de bescherming gaf die beleggers zochten, verschuift de aandacht nu naar risicodiversificatie.

TEKST: MIRANDA SCHOUISEN

IN TURBULENTE TIJDEN stijgt de correlatie, ofwel de samenhang tussen het rendement van verschillende beleggingscategorieën als aandelen en obligaties. Veel beleggers zochten de afgelopen jaren daarom hun heil in meer spreiding binnen de portefeuille en stapten in alternatieve beleggingen als private equity, infrastructuur of grondstoffen.

Dat leverde niet de bescherming die zij verwachtten. 'Dat betekent niet dat alternatieve beleggingen geen toegevoegde waarde hebben', zegt Jérôme Teiletche van vermogensbeheerder Lombard Odier. 'Maar ze bleken blootstelling te geven aan dezelfde risicofactoren.' (Het beleggingsrendement kan namelijk worden opgesplitst en worden toebedeeld aan risicofactoren.)

Individuele beleggingstitels en actieve beleggingsstrategieën bestaan uit een combinatie van onderliggende risicofactoren waar een risicopremie op behaald kan worden. Het bekendste voorbeeld is de aandelenrisicopremie, een compensatie die aandelenbeleg-

gers verlangen voor het extra risico dat ze lopen ten opzichte van een risicovrije belegging.

Aandelenrisicopremie

De relatie tussen activa en risicofactoren is te vergelijken met het verband tussen voedsel en voedingsstoffen, schetst Willem Klijnstra, hoofd research Global Balanced Solutions van BNP Paribas Investment Partners. 'Het gaat niet om de etenswaren op zich maar om de inbegrepen voedingsstoffen als water, koolhydraten, proteïnes, vezels en vet.'

De aandelenrisicopremie is een dominante factor in categorieën die als diversificatie in de portefeuille werden opgenomen, zoals bijvoorbeeld hedgefondsen en private equity. Spreiding over deze beleggingsklassen betekent niet per se dat er een diversificatie van risico's heeft plaatsgevonden.

Dat wil niet zeggen dat een spreiding van kapitaal over beleggingsinstrumenten geen enkele toegevoegde waarde meer heeft. 'Maar zonder controle op de onderliggende risicofactoren kan een belegger dus behoorlijk verrast worden doordat te veel van

hetzelfde risico is gekocht', zegt Klijnstra. En daarom onderwerpt BNP Paribas sinds enige tijd alle aangedragen beleggingsvoorstellen voor implementatie aan een grondige analyse naar de onderliggende risicobronnen.

'Bij een nieuw beleggingsvoorstel bekijken we welke impact dat heeft op de totale blootstelling aan risicofactoren en of dat totaalplaatje overeenkomt met onze "investment beliefs"', zegt de researchmanager. 'Dat kan betekenen dat een voorstel wordt geblokkeerd. We kunnen het effect ook deels compenseren met een tegenovergestelde strategie om een bepaalde factorexposure te verminderen. Als de totale portefeuille te veel marktrisico bevat, kunnen we besluiten in bepaalde aandelen short te gaan of een deel van de aandelenexposure te hedgen.'

Risicofactoren

Het monitoren van de risicofactoren in de portefeuille, zoals dat bij steeds meer institutionele beleggers gemeengoed is, vergroot het inzicht in de drijvende krachten van de performance. Tegelijkertijd geeft het de mogelijkheid om bij te sturen als een ongewenste



'Door het gebruik van leverage, vergroten we het risicobudget en dus het rendement'

concentratie van risico's ontstaat of indien onbedoelde bijeffecten ontstaan.

BNP Paribas heeft twaalf risicofactoren geïdentificeerd waarop alle portefeuilles worden gescreend. Daaronder vallen onder meer bekende risicofactoren als het rente-, inflatie-, valuta-, krediet- en aandelenrisico. Daarnaast richten de vermogensbeheerders zich op andere risicobronnen die meer tijdelijk van aard zijn.

'De "periferal risk"-factor bijvoorbeeld,' illustreert hij, 'het verschil in risico tussen de perifere eurolanden en de kernlanden. Dat is een factor die op dit moment heel bepalend is voor veel

beleggingscategorieën. Dus is het heel belangrijk om te weten in hoeverre we blootgesteld zijn aan deze factor. Want wij hebben hier wel een mening over. Dus als we lang blijken te zijn in deze factor moeten wij hier iets mee doen.'

Ook Lombard Odier heeft gekozen voor een portefeuilleconstructie waarbij de nadruk ligt op diversificatie naar risico in plaats van kapitaal. Deze partij heeft gekozen voor de zogenoemde risicopariteitsstrategie ('risk-parity'), een methode die de laatste jaren eveneens sterk in opkomst is. Het is een systematische benadering waarbij de risicocontributie van de verschillende portefeuillecomponenten wordt gelijkgesteld, legt Teiletche uit. 'Bij een traditionele 50/50-verdeling tussen aandelen en obligaties komt bijna 90% van de volatiliteit, en dus de schommelingen in rendement, van aandelen. Breng je die risico's in balans, dan komt de allocatie naar deze twee categorieën uit op 20/80.'

Door de grote allocatie aan obligaties is het verwachte rendement

rond de 4%. Sommige beleggers zijn daar tevreden mee maar veel risicopariteitsstrategieën voegen een vorm van 'leverage' toe; met geleend geld wordt geprobeerd het rendement op te schroeven. Ook Lombard Odier past het toe in sommige van zijn 'multi-asset'-fondsen. Teiletche: 'Door het gebruik van leverage vergroten we het risicobudget, wat ons meer mogelijkheden geeft om extra rendement te realiseren. Echter, een toevoeging van leverage is niet per se noodzakelijk om rendement te behalen.'

Sharpe-ratio

Ook zonder leverage is er een belangrijk verschil met de eerder beschreven risicofactormethode. Want risk-parity beoogt een gelijke risicospreiding te realiseren zonder enig fundamenteel oordeel over de activa. Klijnstra: 'Onze factorbenadering gaat niet uit van gelijkwaardig risico. Wij proberen juist door tactische beslissingen over risicofactoren outperformance te realiseren. Het

kan zijn dat wij op dit moment veel risicoblootstelling hebben naar aandelen maar over twee maanden niet meer.'

Consistentie in het rendement, dat is de belangrijkste doelstelling, stelt Teiletche. 'De risicopariteitsstrategie levert meer stabiliteit in de performance ook omdat we onafhankelijk zijn van markttiming. De verminderde volatiliteit is een van de belangrijkste voordelen. De Sharpe-ratio, die aangeeft in hoeverre het extra rendement het extra risico compenseert, is tot nu toe erg hoog met meer dan 1,5 de afgelopen drie jaar.'

BNP Paribas past de risicodiversificatie sinds 2011 toe, maar het effect ervan is lastig te meten. Klijnstra is overtuigd van het nut ervan. 'Omdat we nu succesvol risicobronnen in portefeuilles hebben opgenomen die niet waren inbegrepen als we deze methode niet hadden toegepast.'

MIRANDA SCHOUISEN IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.



MALCOLM JONES – STANDARD LIFE

De volatiliteit op de financiële markten is afgenomen. Toch is de correlatie tussen beleggingscategorieën nog hoog. Blijft dat zo?

'Zakenbanken kunnen niet langer op de markt interveniëren en hebben de risico's van de eigen balans gehaald en verlegd naar de markt. Daarbij heeft de opkomst van exchange traded funds (ETF's), en de toegang die zij bieden tot niet gecorreleerde assets, bijgedragen aan marktbevingen die hetzij 'risk-on', hetzij 'risk-off' zijn. Ik denk niet dat deze twee trends snel aan kracht inboeten. De hoge correlatie tussen beleggingsklassen is waarschijnlijk van blijvende duur.'

Hoe richten jullie de portefeuille in om de risico's te spreiden?

'Wij volgen niet slaafs de output van een risicofactormodel, al controleren wij regelmatig of we niet overgeconcentreerd zijn in een risicofactor. Een analyse van de risicomponenten helpt zeker om het risicoprofiel van de portefeuille te doorgronden. Maar uiteindelijk is dat toch een terugkijkende maatstaf op basis van historische data. Kwantitatieve analyses zijn belangrijk maar ze zouden niet de drijvende kracht achter beleggingsbeslissingen moeten zijn.'

Hoe realiseren jullie een optimale diversificatie?

'In plaats van mandjes van hooggecorrleerde activa samen te stellen, zoeken wij naar strategieën die zich anders gedragen, zoals bijvoorbeeld een "relative value"-aandelenstrategie. Daarbij beleggen we in large cap-aandelen en gaan we short in small caps. De large caps profiteren in een risk-on-omgeving maar deze strategie werkt ook goed bij een risk-off-beweging omdat large caps het in dalende markten beter doen dan small caps.'

Wat geeft dan neerwaartse bescherming als correlaties omhooggaan?

'Wij gebruiken geen verzekeringsoplossing tegen grote schommelingen in de portefeuilles omdat het merendeel niets oplevert. De Amerikaanse dollar biedt ook bescherming wanneer beleggers in paniek raken. Het risico op onwaarschijnlijke gebeurtenissen is te mitigeren door de blootstelling aan eenzelfde soort strategie te beperken. Zolang er meer strategieën positief uitpakken dan negatief, zullen de absolute rendementen goed zijn, wat er ook gebeurt.'



Is important to stay on the ball, my friends.

HGi, a new online service from Henderson, brings you closer to our investment teams. Create your own HGi profile and follow the latest news on the funds, fund managers or investment topics most relevant to you - on your smartphone, tablet or PC.

HGi – register now for all the latest news from our investment experts

This document is solely for the use of professionals, defined as Eligible Counterparties or Professional Clients, and is not for general public distribution.



Scan QR or enter short code to access HGi
HGi.co/nl



Expect something special



Issued in the UK by Henderson Global Investors, the name under which Henderson Global Investors Limited (no.906355), Henderson Fund Management Limited (no.2607112), Henderson Investment Funds Limited (no.2678531), Henderson Investment Management Limited (no.1795354), Henderson Alternative Investment Advisor Limited (no.962757), Henderson Equity Partners Limited (no.2606646), Gartmore Investment Limited (no.1508030), Gartmore Fund Managers Limited (no.1137353), (each incorporated and registered in England and Wales with registered office 201 Bishopsgate, London EC2M 3AE) are authorised and regulated by the FSA.

HGI44642/1012

IS GOUD AAN HET EINDE VAN EEN SUPERCYCLUS?

EDELMETAAL GEZIEN ALS RISICOVOLLERE ASSET

De goudprijs beweegt al meer dan een jaar onder haar recordniveau. Is de supercyclus ten einde?

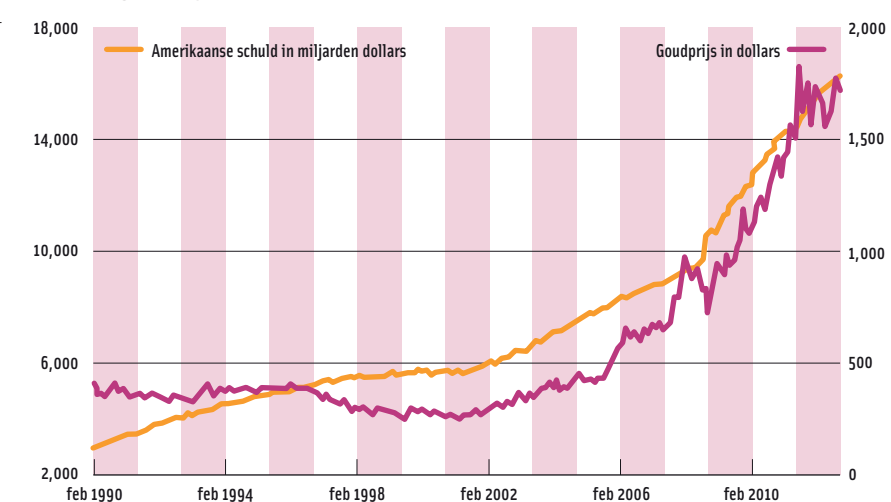
TEKST: HARM LUTTIKHEDDE

DE STERKE OPMARS van goud begon rond de eeuwwisseling. Sindsdien is de prijs van het edelmetaal verzevenvoudigd. De hoogste koers kwam tot stand in september 2011, toen een troy ounce tegen \$ 1920 werd verhandeld.

De laatste keer dat er sprake was van een goudkoorts was in de jaren zeventig. Een lange rally eindigde in een bubbel die in 1980 uiteenspatte. Daarna volgde een 'bear market' die twee decennia aanhield. Inmiddels is de goudprijs alweer twaalf jaar op rij gestegen. Dankzij de scherpe correctie eind vorig jaar noteert de goudprijs nu een plus van 10%.

De 'ongelooflijke toename' van de vraag naar gouden juwelen vanuit China en India heeft een structurele rol gespeeld in de totstandkoming van de huidige goudprijs, zegt strateeg Marcus Grubb van de World Gold Council, de branchevereniging voor goudmijnbouwers. 'De helft van de wereldwijde vraag naar juwelen komt uit deze twee landen. Tot 2020 zal de middenklasse er groeien met 300 miljoen mensen. Dat ondersteunt de supercyclus.'

Correlatie goudprijs en de Amerikaanse schuld
Ontwikkeling sinds de jaren '90



GRAFIEK: YMKE PAS

Bron: Bloomberg, ETF Securities

De tweede factor die de goudprijs naar recordhoogte stuwde, waren investeringen. Grubb: 'In de afgelopen tien jaar is de wereldwijde vraag van investeerders naar goud verdubbeld tot 38% van het totaal. Juwelen zijn nog goed voor 50% van de wereldwijde vraag en technologiebedrijven, met name uit de halfgeleiderindustrie, nemen de res-

Juwelen zijn nog goed voor 50% van de wereldwijde vraag naar goud

terende 12% voor hun rekening.' Bovendien wordt goud beschouwd als veilige haven in onzekere tijden en beschermt tegen het massaal drukken van papiergeld door centrale banken.

Lage rente goed voor goud

Investeren in goud werd bovendien toegankelijker voor een breed publiek door de lancering van de eerste goud-ETF in 2003. 'Onze fysieke goudfondsen beheren inmiddels \$ 17 miljard. Dit is het equivalent van 10 miljoen ounces, wat méér is dan de totale goudreserves van de Bank of England', zegt hoofd onderzoek en investeringsstrategie Nicholas Brooks van ETF Securities, dat grondstoffen-ETF's aanbiedt.

Hij gelooft dat de goudprijs nog aanzienlijk verder kan stijgen. 'Goud is een van de weinige hedges tegen inflatie als gevolg van de onhoudbare toename van de schulden in ontwikkelde landen. Alleen al in de Verenigde Staten pompt de Federal Reserve nu \$ 40 miljard per maand in de markt zonder dat het einde daarvan in zicht is. Dit is nog niet volledig door de markt ingeprijsd.' Pas als de schuld niveaus dalen én China bereid is om de renminbi als reservemunt toe te staan, zou de prijs van goud serieus onder druk kunnen komen te staan, stelt Brooks.

Volgens het World Gold Council is goud momenteel 'fair' gewaardeerd en zijn de vooruitzichten voor de middellange termijn gunstig. 'Goud gedijt goed in een lage renteomgeving', zegt Grubb. 'Bovendien neemt goud in een beleggingsportefeuille een unieke positie in en heeft het de neiging tegen een premie te handelen ten opzichte van inflatie.'

De waarde van goud wordt verschillend beoordeeld: Zo ziet Peter Schiff van Euro Pacific Capital de goudprijs binnen twee jaar naar \$ 5000 schieten, maar Georgette Boele van ABN Amro private banking denkt dat hij op zijn retour is en daalt naar \$ 1300 in 2014. 'Goud heeft haar aantrekkingskracht verloren en is zich gaan gedragen als een risicovolle asset.' Om de goudprijs een impuls te geven is volgens haar 'heel wat fonkelend nieuws' nodig. 'Ook zijn wij niet zo pessimistisch over de dollar en zal het met de inflatie niet zo'n vaart lopen.'

HARM LUTTIKHEDDE IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

'KOSTENVERHOOGING VAN FONDSSEN WERDEN GERUISLOOS GEACCEPTEERD'

Kroniek van de regelmatig verhoogde beheervergoedingen van fondsen.

TEKST: BARBARA NIEUWHUIJSEN

DE AFGELOPEN VIJFTIEN jaar zijn de kosten van Nederlandse beleggingsfondsen exponentieel gestegen – een thema waar de AFM nu vol de schijnwerpers op heeft gericht. De kostenstijging kan worden geïllustreerd aan de hand van twee vlaggenschepen van de Nederlandse fondsenarmada. Bedroeg de beheerfee van het Robeco-fonds in 1998 nog 0,25%, inmiddels bedraagt hij alweer geruime tijd 1%. Inclusief servicekosten bedraagt de Total Expense Ratio zo'n 1,12%. BNP Paribas Obam, het eerdere Fortis Obam, laat een vergelijkbare kostenstijging zien.

Hans Janssen Daalen, directeur van branchevereniging voor assetmanagers Dufas, verklaart de prijsstijgingen door erop te wijzen dat de Nederlandse fondshuizen hun prijzen aanpassen aan gangbare niveaus in het buitenland. In 1999 introduceerden buitenlandse fondshuizen bovendien de distributievergoeding. Als gevolg van hun hogere beheerfees konden zij hogere vergoedingen betalen. 'Nederlandse fondsaanbieders moesten gewoon mee', aldus Janssen Daalen.

In een toelichting op de prijsstijgingen schreef Robeco in 2001: 'Zij (banken en vermogensbeheerders, red.) zijn alleen bereid onze fondsen te verkopen als we ze een concurrerende fee betalen.'

Toon Roodbergen was tussen 1996 en 2001 werkzaam bij Fortis Investment Management. 'Een reden was de



distributievergoeding, maar we deden het ook omdat het kon', vertelt hij. 'De markt en de financiële pers reageerden niet op een verhoging van de fondskosten. Beleggers liepen niet weg. Het beheerde vermogen groeide gewoon door.'

Jan Lodewijk Roebroek, directeur Nederland van BNP Paribas Investment Partners, ontkent dat het destijds bij Obam gegaan is zoals Roodbergen zegt. 'Het is niet zo dat we maar wat deden. Bij de prijsverhogingen werd heel zorgvuldig te werk gegaan bij het afwegen van de verschillende belangen.' Hij sluit zich aan bij Janssen Daalen en wijst erop dat prijsverhogin-

gen bij Obam ook altijd goedgekeurd moeten worden door de raad van commissarissen van het fonds.

Roodbergen: 'In mijn tijd verhoogden we de kosten van Obam van 0,36 tot ongeveer 0,60%. Zette je dat af tegen de Luxemburgse fondsen, dan waren onze fondsen nog altijd goedkoop.'

Europese regelgeving

Dat buitenlandse fondsaanbieders naar de Nederlandse markt kwamen, is het gevolg van de invoering van de Europese Ucits-regelgeving, vertelt Henk van Eldik, die van 1999 tot 2003 bij Fidelity verantwoordelijk was voor

de sales in Nederland. 'Ucits I werd rond '89 in de meeste landen geïmplementeerd. Als gevolg daarvan kon je een fonds dat je in een Europees land mocht verkopen, ook gemakkelijker in andere Europese landen verkopen. Pas veel later ging het fondsaanbod echter echt groeien. Er waren in de jaren zeventig en tachtig maar een paar beleggingsfondsen in Nederland, en die waren traditioneel beursgenoteerd.'

Janssen Daalen: 'In een tijdperk waarin er geen Ucits-paspoort bestond, was de beursnotering voor Robeco het middel bij uitstek om zijn

fondsen in het buitenland succesvol onder de aandacht te brengen. De vier fondsen van Robeco waren genoteerd aan alle grote Europese beurzen.'

Begin jaren negentig gingen banken ook eigen fondsen oprichten en verkopen, de zogenoemde huisfondsen. Dit was bij de banken het begin van de scheiding tussen productie en distributie van fondsen. Toen de markten in Azië gingen boomen, kwam er naast deze fondsen vraag naar specifieke fondsen die daar belegden, vertelt Van Eldik. 'De vraag naar Fidelity-fondsen kwam dus van de banken. Eerst van private banks als MeesPierson en Van Lanschot en later van de grootbanken.'

Hogere TER

ABN Amro bood de Robeco-fondsen al voor 2000 aan via zijn beleggersgiro, maar startte in 2003 met het actief aanbieden van fondsen van andere partijen aan bankklanten, aldus een woordvoerder van de ABN Amro. 'De eerste distributieovereenkomst die hiervoor gesloten werd, was er eentje met Fidelity.' De reden die de bank hiervoor geeft, is dat er na de beursdip van 2000-2001 vraag kwam van klanten naar buitenlandse fondsen en dat de bank zich realiseerde dat het eigen aanbod niet het hele spectrum besloeg.

Van Eldik: 'We hadden toen net de IT-bubbel gehad. Veel beleggers die geld hadden verloren, waren het vertrouwen in hun adviseur kwijt. Om het vertrouwen te herstellen gingen grootbanken naast de eigen fondsen ook fondsen van anderen aanbieden. Wij zijn in 2001 met ABN Amro gaan praten.'

Rabobank opende zijn schap in 2006. Naast Robeco-fondsen ging de bank toen fondsen van Merrill Lynch, Fidelity, ABN Amro, ING en Delta Lloyd verkopen, vertelt een woordvoerder.

Van Eldik: 'Fidelity begon internationaal met het verkopen van beleggingsfondsen in Engeland en Duitsland. Dat ging via tussenpersonen, die

wij een gedeelte van de management-fee als provisie betaalden. Fidelity verzorgde echter de gehele administratie en betaalde ook de depotkosten. Als gevolg daarvan was onze total expense ratio (beheervergoeding plus servicekosten, ofwel TER, red.) veel hoger dan die van Nederlandse fondsen. Het was toen al gangbaar dat een Luxemburgs aandelenfonds een TER had van 1,5%. Wij betaalden daar toen maximaal een derde van als distributievergoeding aan de intermediair. Dit boden we de Nederlandse banken ook voor het geven van advies. Dit werd de helft toen de open architecture in 2002-2003 bij banken echt zijn intrede deed en de concurrentie heviger werd.'

Roodbergen: 'Die TER's van 1,5% vonden wij toen echt absurd. En dat

vind ik nog steeds. Van 0,36% naar 0,60% was al een hele stap, maar daarna zijn de kosten nog een keer verdubbeld.'

Van Eldik wijst erop dat Robeco en Fortis destijds ook marketmaker waren van hun eigen beursgenoteerde fondsen. 'Naast de beheervergoeding werd er door de Nederlandse partijen verdiend op de bied- en laatspread.' Janssen Daalen wil hier geen commentaar op geven. Maar de AFM concludeerde in 2004 na onderzoek dat er door fondshuizen ten onrechte geld werd verdiend op de spread tussen de bied- en laatsprijzen.

Volgens Roodbergen kunnen de meeste fondsen ook vandaag de dag nog prima toe met een TER tussen de 0,5% en 0,75%. 'De financiële markt is te veel gericht geweest op winstmaximalisatie van de aanbieder en niet van

de belegger.' Vanuit het beleggingsteam werd er weleens gemord om de salesgedreven prijsverhogingen. Met hogere kosten is het moeilijker om de benchmark te verslaan. 'Maar ach', zegt Roodbergen, 'het aantal particuliere beleggers dat na vijf jaar nog weet of zijn portefeuille met fondsen het beter of slechter heeft gedaan dan de benchmark, is op één hand te tellen.'

Roodbergen is groot voorstander van het afschaffen van de distributievergoeding, zoals in Nederland naar verwachting in 2014 gaat gebeuren. 'Dit is goed voor de klant en goed voor de concurrentie met indextrackers, die geen distributievergoedingen betalen.'

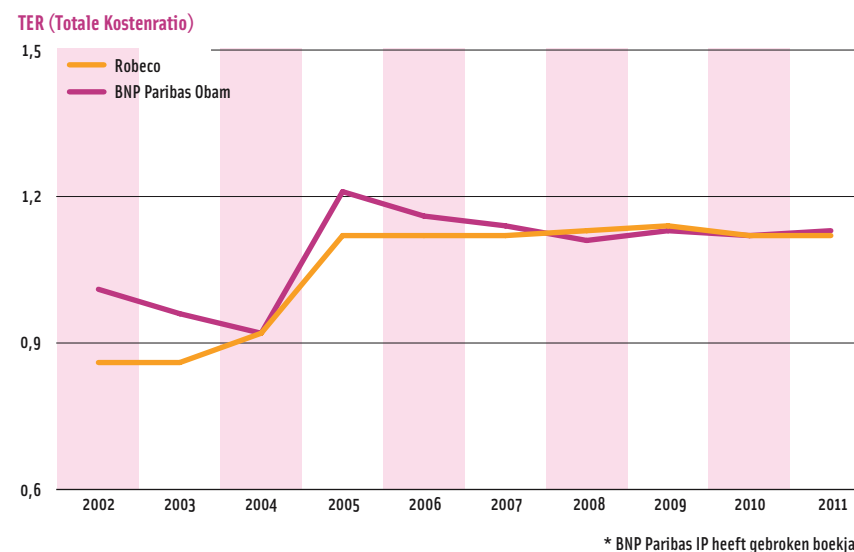
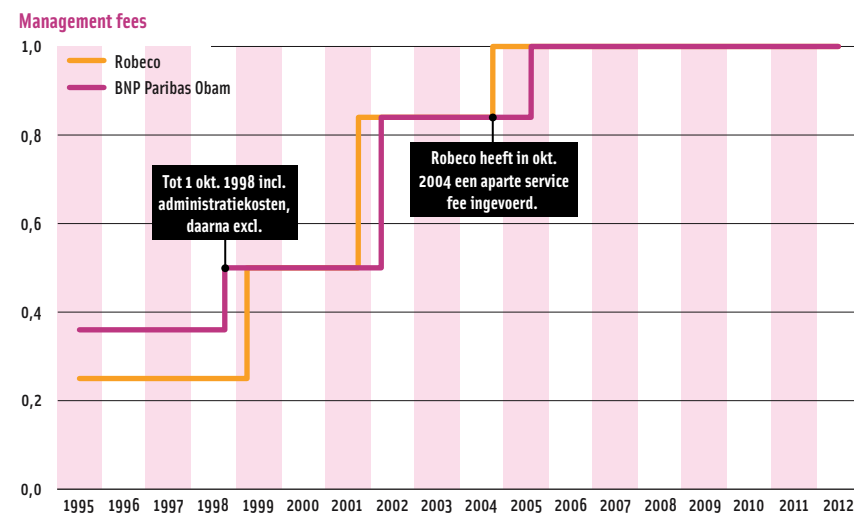
Zowel ING Investment Management, BNP Paribas IP als Robeco heeft al rebatete vrije shareclasses van een aantal fondsen gelanceerd. Bij ING IM en BNP Paribas IP betekent dit een halvering van de beheerfee. Bij Robeco kosten de kickbackvrije fondsen de helft plus 5 basispunten. Roebroek: 'Daarmee zijn we dus terug op het prijsniveau van 1998.'

Perverse prikkel

Roodbergen: 'Heel weinig klanten hebben in de gaten hoeveel het uitmaakt of je 0,5% aan kosten betaalt of 1,5%. Ga je uit van een looptijd van dertig jaar en een rendement van 7% per jaar, dan scheelt dit bij eenmalige inleg van € 100.000 aan het eind ruim € 160.000. In plaats van € 661.440 heb je dan € 498.400. Dit komt overeen met het kiezen van het fonds met 0,5% kosten en het betalen van een adviesfee van € 25.000 (25%). Dan kun je dus beter aan het begin een keer € 1200 voor advies betalen en later nog een € 500.'

Van Eldik twijfelt of het afschaffen van de distributievergoeding het probleem van mogelijke perverse prikkels oplost. 'Iedereen betaalt ze, dus veel maakt het niet uit. Ik geloof meer in het transparant maken van alle kosten. Moeten klanten direct gaan betalen voor advies, dan zullen veel kleine klanten daarvan afzien omdat ze dit niet gewend zijn. De vraag is of zij dan beter af zijn.' Op het feit dat de distributievergoeding nu doorlopend is, zegt Van Eldik dat een adviseur ook doorlopend een vinger aan de pols zou moeten houden. ■

BARBARA NIEUWHUIJSEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.





Loop geen onnodig risico.
 Lees de Essentiële Beleggersinformatie.
 Dit is een verplichte bijdrage.

1

DWS – Europa's eerste keus voor wereldwijd dividendbeleggen.*

Hoog dividendaandelen staan weer volop in de schijnwerpers. Dat komt omdat dividenden zorgen voor een buffer in volatiele markten en goed zijn voor de helft van het totale aandelenrendement over de afgelopen 20 jaar. DWS Top Dividende richt zich op bedrijven die niet alleen een hoger dan gemiddelde dividenduitkering hebben, maar ook een interessante dividendgroei en houdbare pay-out ratio's. DWS Top Dividende: het aandelenfonds met regelmatige inkomsten.

DWS TOP DIVIDENDE *****: kwartiel ranking

Periode	1 jaar	3 jaren	5 jaren
Kwartiel	1	1	1

*Bron: Morningstar, Inc. per: eind april 2012

» www.DWS.nl

1ST CHOICE FOR YOUR MONEY.



Belangrijke informatie
 In Nederland worden de producten van DWS Investments u aangeboden door Deutsche Bank AG Amsterdam Branch. DWS Investments maakt deel uit van de Deutsche Bank Group. Deutsche Bank AG Amsterdam Branch en de genoemde beleggingsfondsen zijn geregistreerd bij de AFM (Autoriteit Financiële Markten) te Amsterdam. Loop geen onnodig risico. Lees de Essentiële Beleggersinformatie. Deze is te vinden op dws.nl. De waarde is afhankelijk van ontwikkelingen op de financiële markten en kan als gevolg van het beleggingsbeleid sterk fluctueren.
 © [2012] Morningstar. Alle rechten voorbehouden. De informatie, gegevens, analyses en meningen („Informatie“) hierin (1) bevatten vertrouwelijke informatie die het eigendom van Morningstar zijn (2) mag niet worden gekopieerd of verdeeld (3), vormen geen beleggingsadvies, (4) worden uitsluitend gebruikt voor informatieve doeleinden (5), zijn niet gegarandeerd volledig, nauwkeurig of tijdige en (6) zijn afkomstig uit het fonds gepubliceerde gegevens op diverse data. De informatie wordt u aangeboden geheel op eigen risico. Morningstar is niet verantwoordelijk voor de beslissingen, schade of andere verliezen met betrekking tot de informatie of het gebruik ervan.

FONDSNIEUWS-PRODUCTPANEL

DE ACHT P'S VAN DE PRODUCTANALYSE

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



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

ANALYSE

ETF MET DIVIDEND ÉN KWALITEIT

Het Fondsnieuws-productpanel beoordeelt beleggingsproducten. Dit keer wordt de SG Global Quality Income ETF van Lyxor doorgelicht.

BEGIN 2012 VERWACHTTEN analisten dat KPN een dividend van 90 cent zou gaan uitkeren, wat neerkwam op een dividendpercentage van 9%. In juli bleek dit niet haalbaar en werd het dividend met twee derde verlaagd. Ondanks een stijgende markt daalde de koers van KPN dit jaar hierdoor van € 9,32 naar € 4,71.

In onzekere marktomstandigheden kiezen beleggers graag voor aandelen met een hoog dividendrendement. Echter, het voorbeeld van KPN staat niet op zichzelf. Uit onderzoek blijkt dat het selecteren op alleen een hoog dividendrendement een risicovol beleid is en niet leidt tot het hoogste rendement.

Hoogdividendfondsen hanteren daarom additionele criteria, zoals bijvoorbeeld de kwaliteit van de balans. Dit is een belangrijk voordeel ten opzichte van trackers, die alleen het dividendpercentage als criteria gebruiken. Maar voor liefhebbers van trackers biedt de SG Global Quality Income ETF van Lyxor sinds kort uitkomst. Deze tracker volgt een index die naast

een hoog dividendrendement ook andere criteria hanteert.

Process

De methodologie van de index is ontwikkeld door het quant team van Société Générale. Het selectieproces bestaat uit drie stappen. De eerste stap is het screenen van de kwaliteit van de balans aan de hand van de Piotroski F-Score. Deze methode, ontwikkeld door de Amerikaanse geleerde Joseph Piotroski, rankt aandelen op basis van negen fundamentele criteria. Verbeterde winstmarges en een daling van de uitstaande schuld zijn enkele voorbeelden waaraan de balansen van bedrijven

'Dit is een tracker die niet alleen naar het dividend, maar ook naar kwaliteit van de balans kijkt'

dienen te voldoen. Aandelen met een kwaliteitsscore hoger dan 7 komen in aanmerking opgenomen te worden in de index.

In stap twee wordt gebruikgemaakt van Merton's Distance to Default, een model dat het kredietrisico van bedrijven beoordeelt. Aandelen met een verhoogd risico op default worden uitgesloten van de index. In de laatste stap worden de aandelen met het hoogste dividendrendement geselecteerd, waarbij gemikt wordt op een gemiddeld dividendrendement hoger dan 4%. De methodologie leidt tot een portefeuille die niet gebonden is aan restricties qua regio- en sectorallocatie.

Portfolio fit

Aandelenrendementen zijn asymmetrisch, oftewel een steeds groter verlies moet met een nog veel grotere winst worden gecompenseerd. In dit kader is het beperken van de verliezen essentieel. Vandaar dat de SG Global Quality Income ETF met zijn defensieve karakter uitstekend in de kern van een beleggingsportefeuille kan worden opgenomen.

Performance

De ETF is pas een maand actief, maar de onderliggende index bestaat al sinds 2002 en heeft een uitstekend trackrecord. Sinds de start van de index behaalde deze een rendement van 91%, wat maar liefst 70% hoger is dan zowel de wereldindex als een gewone hoogdividendindex.

Product size

De ETF heeft een Total Expense Ratio van 0,45%. Inmiddels zit er ruim € 80 miljoen in de tracker en Lyxor heeft de verwachting uitgesproken dat voor het einde van het jaar de barrière van € 100 miljoen wordt geslecht. Dit is een belangrijke minimale grens voor institutionele partijen om in te stappen, wat tot een verdere toename van het beheerde vermogen zal leiden.

DEZE PRODUCTANALYSE IS AFKOMSTIG VAN ROGIER RAKE, PARTNER VAN DE ONAFHANKELIJKE VERMOGENSBEHEERDER IBS ASSET MANAGEMENT.





'CREDITS WORDEN DE KERN' ZWAARTEPUNT PORTEFEUILLES VERSCHUIFT

Seminar Dutch View zoomt in op trends in obligatiebeleggen

TEKST: JEROEN BOOGAARD

OBLIGATIEBELEGGERS KIJKEN NOODGEDWONGEN verder dan de veilige maar lage staatsrente en storten zich massaal op bedrijfsleningen. Hierdoor staan de rendementen onder druk, maar creditspecialisten zien naast de risico's ook nog genoeg kansen.

'Bedrijfsobligaties en andere spreadproducten, zoals schulden van opkomende landen, kunnen voor veel institutionele beleggers weleens het nieuwe hart gaan vormen van de portefeuilles', zegt Hans Stoter, hoofd credits bij ING Investment Management tijdens een door Fondsnieuws georganiseerd seminar over bedrijfsobligaties. Volgens hem vormen credits reeds de kern van portefeuilles van Amerikaanse verzekeraars en hij verwacht dat ook in Europa institutionele beleggers meer spreadpro-

ducten strategisch in de portefeuille zullen opnemen. Daardoor verschuift het zwaartepunt binnen portefeuilles van risicovrije staatsleningen naar bedrijfsobligaties. Om deze kernpositie heen kunnen beleggers risico afbouwen door staatsobligaties toe te voegen of risico toevoegen door aandelen te kopen.

Deze benadering past volgens hem bij de huidige marktomstandigheden, waarbij beleggers kampen met negatieve reële rendementen op veilige staatsleningen, een structureel lagere economische groei en hoge volatiliteit op de beurzen. Veel beleggers zijn niet ongeschonden uit de financiële crisis gekomen, waardoor de bereidheid om negatieve rendementen te accepteren volgens Stoter heel beperkt is. Ook is er geen geloof meer in het diversificatiemodel van Markowitz. 'De traditionele assetallocatie maakt daarom plaats voor een focus op absoluut rendement en beperking

van het neerwaartse risico', aldus Stoter. Dit zie je niet alleen terug in de belangstelling voor bedrijfsobligaties, maar ook voor total return-fondsen en hoogdividendaandelen.

Als je kijkt naar de 'earnings yield', ofwel het omgekeerde van de koers-winstverhouding, dan is het volgens Stoter duidelijk dat beleggers voor het rendement momenteel naar de aandelenmarkt moeten kijken. Maar institutionele beleggers durven nu nog niet fors in te stappen. 'Het verwachte rendement op aandelen is

Landenrisico doemt op waar je het niet verwacht: BMW haalt 40% van winst uit China

niet het probleem, maar de verwachte volatiliteit. Zodra er meer duidelijkheid komt over de wereldwijde economische vooruitzichten, nemen de volatiliteitsverwachtingen af en schuiven beleggers weer meer op naar aandelen', zo houdt hij de zaal voor.

Lagere yields

Vooralsnog stroomt het meeste geld echter naar bedrijfsobligaties, een trend die naar verwachting van Stoter ook volgend jaar doorzet. Met als gevolg dat de yields steeds lager worden. Het rendement op high yield van momenteel 6,5% op indexniveau maakt weliswaar weinig indruk op beleggers, maar vergeleken met alternatieven is dit volgens hem nog altijd aantrekkelijk. Stoter: 'Emerging Markets Debt zit op 4,5%, investment grade bedrijfsobligaties op 2,5% en staatsobligaties zitten daar nog ver onder.' De omgeving voor bedrijfsobligaties blijft volgens de creditspecialist van

ING over het algemeen gunstig: 'De winsten en balansen van bedrijven zijn solide, wat zich vertaalt in lage default rates. Naar onze verwachting zal dit ook in 2013 het geval zijn.' Zelfs in Europa, met een zwakke economische groei, zijn de bedrijven solide.

Zijn collega Victor Verberk, hoofd investment grade credit bij Robeco, noemt credits niet duur, maar ook niet goedkoop. 'Als je een wat langere horizon hebt, zijn de credit spreads niet zo duur. Relateer je de spreads aan de schulden dan zie je dat de credit spreads zelfs hartstikke goedkoop zijn.' Wat wel duur is, zijn volgens hem de creditmarkten in de kern van Europa, zoals die van Duitsland en Frankrijk. 'Niet alleen de bunds zijn duur, maar ook cyclische bedrijven uit Duitsland', zegt Verberk. Dit komt volgens hem doordat beleggers de periferie mijden en zich vooral richten op veilige landen, waardoor je in die markten 'bubbelachtige toestanden' krijgt.

Om die reden laat hij Duitsland en de cyclische Duitse en Franse bedrijven links liggen en wijkt hij ondanks de landenrisico's soms wel uit naar bijvoorbeeld Spanje en Italië. 'Er is een reden waarom je als belegger in deze markten voorzichtig moet zijn, maar je moet altijd goed kijken naar wat er al ingeprijsd is.' Zo greep Verberk afgelopen zomer zijn kans in Spanje met de aankoop van een 'covered bond', nadat hij sinds de kredietcrisis niets meer had belegd in

Zuid-Europa. De investering betrof een lening met gebundelde hypotheek van verschillende Spaanse spaarbanken ('caja's') als onderpand. Niet echt veilig zou je denken gezien de staat van de Spaanse huizenmarkt, maar volgens Verberk was het onderpand twee keer zo groot als de hoofdsom en kon hij de lening kopen tegen een korting van 40%. Uiteindelijk pakte deze belegging erg goed uit.

Onverwachte landenrisico's

De creditmarkten in de periferie van de eurozone blijven volgens hem echter voorlopig met het landenrisico meebewegen, waardoor er nog veel volatiliteit valt te verwachten. Als je een stabiel nutsbedrijf als Iberdrola goedkoop kan oppikken, dan is dat volgens Verberk echter zonder meer kansrijk. 'Iberdrola gaat echt niet failliet bij een faillissement van Spanje. Een groot deel van de assets ligt immers buiten Spanje.' Een ander voorbeeld is de Portugese energiemaatschappij EDP, dat twee derde van zijn assets in Brazilië en de VS heeft. Kansen ziet hij ook met financials in met name Noord-Europa, waar de ellende 'al lang achter de rug is'.

Verberk waarschuwt dat landenrisico's kunnen opduiken waar beleggers het niet zoeken. Zo wijst hij op BMW, dat bijna 40% van zijn nettowinst in China behaalt. 'Je kan BMW zien als een Duits bedrijf, maar als er tanks door de straten in Peking rijden dan is het ineens een heel Chinees

bedrijf', aldus Verberk. Risico's komen volgens hem altijd ergens vandaan waar je ze niet verwacht. Wat dat betreft adviseert hij obligatiebeleggers voorzichtig te zijn met Frankrijk. 'Wij denken dat Frankrijk een risicofactor is voor de komende paar jaar. De Fransen verliezen in hoog tempo concurrentiekracht ten opzichte van andere Europese landen, hebben grote tekorten op de lopende rekening en zien hun exportsector marktaandeel verliezen', zegt Verberk. 'Frankrijk wordt tot de core van Europa gerekend maar is meer een GIIPS-land. Daarom zijn wij voorzichtig over Franse credits, tenzij je een vergoeding voor de risico's krijgt'.

Om de landenrisico's bij bedrijfsobligaties zo goed mogelijk te mitigeren, is bij Delta Lloyd samenwerking tussen de verschillende analisten erg belangrijk. 'De portefeuille moet in lijn zijn met de macro-, meso- en microvisie van onze analisten', zegt Clemens Braams, senior portfolio-manager credits bij Delta Lloyd Asset Management. Daarnaast belegt het

'Wij vinden dat de benchmark het speelveld vaak heel klein maakt en een eigen leven leidt'

team buiten de benchmark om. 'Wij vinden dat benchmarks ervoor zorgen dat speelvelden heel klein worden en ook vaak hun eigen leven gaan leiden. Voor veel partijen geldt dat als je in de benchmark komt, je ineens investeerbaar bent. Dat vinden wij geen logische redenering', aldus Braams. In plaats daarvan gooit de afdeling Fixed Income het speelveld helemaal open en kijkt zij naar investeringsmogelijkheden tussen aandelen en staatspapier.

Dan kan het bijvoorbeeld gaan om high yield of infrastructuur, maar ook om 'convertibles' en 'private placements'. Dit geldt echter met name voor de institutionele portefeuilles en minder voor retailfondsen, aangezien deze minder mogelijkheden hebben om af te wijken van de benchmark. Zo zitten er in de institutionele portefeuilles bijvoorbeeld een high yield lening van Ziggo, een convertible van Technip en een private placement van FrieslandCampina. Maar uiteraard is de allocatie volgens Braams gebonden aan strakke spelregels. 'We richten ons met private placements bijvoorbeeld alleen op Noord-Europa en industrieën met real assets, dus geen dienstverleners.' Het eindresultaat is een – vergeleken met de benchmark – beter gediversifieerde portefeuille met een hogere coupon voor dezelfde kredietkwaliteit en looptijd. ■

JEROEN BOOGAARD IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.



Inzetten op groei

Zoekt u een aandelenbelegging waarmee u inspeelt op de structureel sterke groei in de opkomende markten? Wilt u inspelen op demografie, groeiende middenklasse en consumptie en grote infrastructurele investeringen in de emerging markets? Het FF Global Emerging Markets Fund biedt u een belegging met focus op kwaliteit en consistentie van de winstgroei. Neem voor beleggingsadvies meteen contact op met uw beleggingsadviseur of uw bank.

Kijk op www.fidelity.nl voor meer informatie over onze producten en andere beleggingsinformatie.



the currency of investing

Deze publicatie is niet bestemd voor inwoners van het Verenigd Koninkrijk of de Verenigde Staten en is uitsluitend bestemd voor personen die gevestigd zijn in rechtsgebieden waar de betreffende fondsen voor distributie zijn toegelaten of waar een dergelijke toestemming niet vereist is. Fidelity/Fidelity Worldwide Investment wordt gebruikt voor FIL Limited en haar dochterondernemingen. Tenzij anders aangegeven zijn alle hier gegeven meningen en visies afkomstig van Fidelity. Niets uit dit document mag worden gekopieerd of verspreid zonder voorafgaande toestemming van Fidelity. Fidelity verstrekt uitsluitend informatie over haar eigen producten en diensten en geeft geen beleggingsadvies die gebaseerd zijn op persoonlijke omstandigheden. Fidelity, Fidelity Worldwide Investment, het Fidelity Worldwide Investment logo en het 'F' symbool zijn handelsmerken van FIL Limited. Fidelity Funds is een "open-ended" beleggingsmaatschappij gevestigd in Luxemburg, met verschillende aandelenklassen. Wij raden u aan uitgebreide informatie aan te vragen alvorens te besluiten tot enige belegging. Beleggingen dienen te geschieden op basis van het op dit moment geldige prospectus/Essentiële Beleggersinformatie dat kosteloos verkrijgbaar is samen met het laatste jaarverslag en halfjaarverslag bij onze distributeurs, bij ons Europese Service Centre in Luxemburg, 2A rue Albert Borschette, BP 2174, L-1021 Luxemburg (tel. 0800 - 022 47 09) en in Nederland: FIL (Luxembourg) S.A., Netherlands Branch (geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten), World Trade Center, Toren H 6e etage, Zuidplein 52, 1077 XV Amsterdam (tel. 020 - 797 7100). Fidelity Funds is gerechtigd deelnemingsrechten aan te bieden in Nederland op grond van artikel 2:66 (3) jo. 2:71 en 2:72 Wet op het financieel toezicht. In het verleden behaalde resultaten geven geen betrouwbare indicatie voor de toekomstige ontwikkeling. De waarde van beleggingen en de gegenereerde inkomsten kunnen zowel stijgen als dalen. Het is mogelijk dat de belegger het geïnvesteerde bedrag niet terugkrijgt. Fondsen die in buitenlandse markten beleggen, kunnen onderhevig zijn aan schommelingen van de valutakoersen. Valutatransacties kunnen worden uitgevoerd in een zakelijke, objectieve transactie door of via Fidelity-bedrijven, die uit deze transacties inkomsten kunnen genereren. Beleggingen in kleine en opkomende markten kunnen sterker schommelen dan beleggingen in ontwikkelde markten. Als gevolg van een gebrek aan liquiditeit in kleinere aandelenmarkten, kunnen sommige Country Select-fondsen volatiel zijn en kan het recht om deze effecten in te wisselen onder bepaalde omstandigheden beperkt zijn. In bepaalde landen en voor bepaalde typen beleggingen zijn de transactiekosten hoger en is de liquiditeit lager dan elders. Mogelijk zijn er ook beperkte kansen om alternatieve manieren te vinden om kasstromen te beheren, voornamelijk indien de nadruk voor beleggingen wordt gelegd op kleine en middelgrote ondernemingen. Voor fondsen die zich in dergelijke landen en beleggingstypen specialiseren, hebben transacties - vooral transacties van grotere omvang - waarschijnlijk een grotere impact op de kosten om een fonds te beheren dan vergelijkbare transacties in grotere fondsen. Toekomstige beleggers dienen dit voor ogen te houden wanneer zij fondsen selecteren. Holdings kunnen variëren van die van de vergelijkingsindex. Daarom wordt de vergelijkingsindex alleen als referentie gebruikt. Uitgegeven door FIL Luxembourg S.A., goedgekeurd in Luxemburg door de CSSF (Commission de Surveillance de Secteur Financier). CL1209202/0215

Thema: Emerging Markets



China vaarwel!

China wordt veel bedrijven te duur, zegt expert Shaun Rein, maar zijn focus op consumptie biedt westerse bedrijven andere nieuwe kansen

PAGINA 27



New kids on the block

De opvolgers van de BRIC-landen staan alweer klaar. Het is een nieuwe generatie groeielanden, met onder meer powerhouse Turkije

PAGINA 28

EN VERDER

Correlatie van markten

Lodewijk van der Kroft over correlatie tussen West en Oost

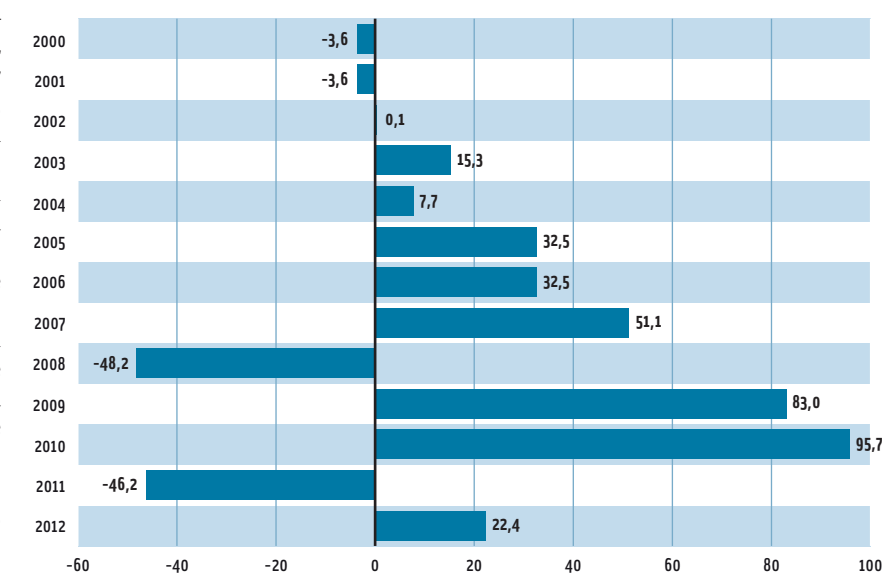
PAGINA 31

BELEGGERS VERLATEN HET ERF EN ZOEKEN HEIL VER WEG VAN HUIS

Niet langer kapitaalgewogen indices als de MSCI World, maar bbp-gewogen indices vormen het kompas van de aandelenmarkten.

TEKST: FRANK VAN ALPHEN

Instroom per jaar in EM-fondsen
In miljarden dollars sinds 2000



Bron: EPFR Global, Fund Flows Database, Morgan Stanley Research

GRAFIEK: YMKE PAS

VERMOGENSBEHEERDERS ROEPEN AL sinds begin jaren negentig dat je meer moet beleggen in landen zoals China, India en Brazilië, waar nog veel groei in het vat zit. Pensioenfondsen, verzekeraars en particulieren hebben deze raad schoorvoetend opgevolgd en het deel emerging markets (EM) de afgelopen jaren stapje voor stapje verhoogd.

'Wij adviseren onze klanten een derde van hun aandelen in opkomende markten te steken. Dat is beduidend meer dan de MSCI World-index. Die benchmark is gebaseerd op marktkapitalisatie en dat is iets anders dan bbp. Wij vinden bbp een betere leidraad', zegt Ernst Hagen van vermogensbeheerder F&C. Gemeten naar bbp zijn opkomende markten goed voor bijna

een derde van de wereldeconomie en dat neemt alleen maar toe.

Ook Gerald Cartigny van pensioenverderder MN, die onder meer metaalfondsen PME en PMT als klant heeft, kijkt naar het bbp. 'We zijn overstapt van een markt- naar een bbp-gewogen benadering. Omdat we geloven in de groei van de opkomende markten raden we onze klanten ook een overweging aan boven op de bbp-benadering.'

Minder diversificatie

De vermogensbeheerders gebruikten steevast twee argumenten om hun EM-fondsen aan te prijzen. Ten eerste het bekende verhaal over de groei, die in de minder ontwikkelde landen structureel hoger is dan in de verzadigde volwassen markten. Die groei wordt aangejaagd door de combinatie van de aanwezigheid van een jonge bevolking,

Samen een kop koffie drinken. Het is een van de essentiële onderdelen bij onze research van Emerging Market Debt.



Onze fondsbeheerders ontmoeten vooraanstaande beleidsmakers één op één, ongeacht waar ze daarvoor heen moeten reizen.

Opkomende markten zijn het groeverhaal van morgen. Maar er is weinig betrouwbare informatie beschikbaar voor beleggers in Emerging Market Debt en heel veel risico om de verkeerde beslissingen te nemen.

Vertrouwen is van groot belang. Dat is precies waarom onze portefeuillebeheerders alle research zelf doen. Zij hebben meer dan 100 ontmoetingen met beleidsmakers in meer dan 40 opkomende landen per jaar.

Deze intensieve inzet zorgt ervoor dat we onze beleggingsbeslissingen met overtuiging nemen. We houden geen rekening met consensus, peergroup of de benchmark. We vertrouwen niet op de kredietbureaus die alleen naar het verleden kijken. We vertrouwen op ons eigen research.

En, we zijn ervaren beleggers. Hoewel Emerging Market Debt voor velen een nieuw speelveld is, zijn wij er al 15 jaar actief. We bieden een reeks aan beleggingsoplossingen binnen EMD, zoals het **Aberdeen Global Emerging Markets Corporate Bond Fund**.

Dus, neem contact op met de mensen die liever zelf op onderzoek gaan en de beleggingen daarom echt begrijpen.

Neem voor meer informatie over onze Emerging Market Debt expertise contact op met Menno de Vreeze, Head Financial Institutions Benelux, menno.devreeze@aberdeen-asset.com Of kijk op onze website www.aberdeen-asset.nl

www.aberdeen-asset.nl

 **Aberdeen**

In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De waarde van een belegging kan zowel stijgen als dalen en kan worden beïnvloed door veranderingen in valutakoersen. Een belegger krijgt zijn geïnvesteerde geld niet altijd terug. Beleggingen in opkomende markten kunnen een hoger risico en een grotere volatiliteit met zich meebrengen in verband met politieke en economische instabiliteit in onderontwikkelde markten en systemen. De informatie of meningen die u hier leest, zijn niet bedoeld als beleggingsadvies of als basis voor een beleggingsbeslissing. U dient uw beleggingsbeslissing altijd te baseren op het prospectus van een fonds. Deze advertentie is uitgegeven door Aberdeen Asset Managers Limited, 10 Queen's Terrace, Aberdeen AB10 1YG. Aberdeen Asset Managers Limited is geautoriseerd en gereguleerd door de Financial Services Authority in het Verenigd Koninkrijk.

ruimte voor productiviteitsgroei en een opkomende middenklasse.

Het andere argument om geld naar Azië, Latijns-Amerika en Oost-Europa te sluizen, was diversificatie. 'Dit argument is beleggers sinds 2008 uit handen geslagen', zegt Lodewijk van der Kroft van de Franse assetmanager Comgest. 'De correlatie tussen ontwikkelde markten en opkomende markten is enorm gestegen. De ont koppeling van de markten is nooit van de grond gekomen, onder meer omdat er op veel opkomende markten onvoldoende binnenlands kapitaal is.'

'De diversificatievoordelen zijn niet helemaal verdwenen', zegt Cartigny van MN. 'In tijden van crisis is de correlatie hoog en bieden opkomende markten geen bescherming. Maar op andere momenten is de correlatie met ontwikkelde markten lager en is toch nog sprake van de voordelen van spreiding.'

Voorstanders van opkomende markten moeten het doen met minder diversificatievoordelen, maar hebben een ander verkoopargument in de schoot geworpen gekregen. 'De euro-crisis is een extra reden om geld elders te beleggen', zegt Gavin Ralston, hoofd producten van vermogensbeheerder Schroders. 'Vijf jaar geleden speelde dat nog niet.'

Alle pleidooien voor een grotere blootstelling aan China, Brazilië en andere grote groeielanden ten spijt gaat de geldstroom met horten en stoten. 'Geld dat in opkomende markten wordt gestoken, kan vaak snel weer worden teruggehaald', zegt Van der Kroft. Uit een inventarisatie van Morgan Stanley blijkt dat 2010 een topjaar was. Per saldo stroomde ruim \$ 95 miljard naar EM-fondsen. Het volgende jaar werd de helft van dat bedrag geparatrieerd. Dit jaar staat de teller op dik \$ 20 miljard.

'Deze cijfers laten zien dat het "hot money" is. Het zit vaak in indexfondsen. Zodra het sentiment omslaat van "risk on" naar "risk off" wordt de blootstelling aan EM verminderd', aldus Van der Kroft.

Daarnaast zagen aandelenbeleggers sinds 2008 met lede ogen aan dat de aandacht meer en meer uitging naar schuld papier uit de opkomende markten. 'De kredietwaardigheid van veel opkomende landen is gestegen als gevolg van overschotten op de betalingsbalans en gezonde overheidsfinanciën', zegt Hagen. 'Dat heeft veel geld aange-trokken. De verschillen in rendement



'Een kalme stijging is goed want dan kunnen de markten het geld beter absorberen'

met Europese of Amerikaanse leningen zijn daardoor geslonken.'

Ondanks de extreme schommelingen in de toestroom van nieuw kapitaal verwachten vermogensbeheerders de komende jaren per saldo een gematigde toename. 'Een kalme stijging is goed omdat aandelenmarkten het geld dan beter kunnen absorberen', zegt Ralston van Schroders.

De aandelenmarkten in Azië, Latijns-Amerika en Afrika bieden steeds meer mogelijkheden om geld op te nemen. 'We zien een verdieping en verbreding van die markten', zegt Van der Kroft. 'Zo waren er de afgelopen twaalf maanden veel beursgangen in China.' Door privatiseringen staan nog veel meer ondernemingen op de rol voor een beursgang.

Pas op de plaats

Met de komst van veel EM-fondsen is er geen gebrek aan analisten die deze nieuwe bedrijven volgen. 'Bovendien is de informatievoorziening in opkomende landen de laatste jaren sterk verbeterd', zegt Cartigny. Bedrijven zijn transparanter geworden. 'Ze moeten concurreren op de internationale kapitaalmarkt. Dan moet je wel

doen aan de internationale standaarden.'

Volgens Van der Kroft zal de toestroom naar EM ook gematigd zijn omdat veel grote succesvolle fondsen even op de rem trappen. 'Sommige fondsen worden te groot voor de markten waarop ze actief zijn', aldus de Comgest-belegger. 'Die staan weer een grote instroom toe als de onderliggende markten weer verder zijn gegroeid. Je wilt nu eenmaal vasthouden aan jouw strategie en geen hinder ondervinden van een te grote instroom.'

De vermogensbeheerders verwachten dat de groeicijfers uit de opkomende markten op den duur zijn terug te vinden in de beurskoersen. 'We gaan uit van een rendement dat procentpunten hoger is dan het rendement op de volwassen markten', zegt Hagen.

Robeco verwacht bijvoorbeeld nog steeds een hoger rendement op aandelen van opkomende markten dan op Europese en Amerikaanse aandelen. Wel heeft deze vermogensbeheerder de verwachtingen iets getemperd. Voor de periode 2013 tot 2017 voorspelt Robeco een jaarlijks rendement iets onder de 8%. Historisch lag het rendement juist iets boven dit percentage.

FRANK VAN ALPHEN IS FINANCIËL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.



GAVIN RALSTON



GERALD CARTIGNY



LODEWIJK VAN DER KROFT



Ranomi Kromowidjojo

Beleggen is topsport?

ING INVESTMENT MANAGEMENT

Voor Ranomi Kromowidjojo geldt maar één ding: topprestaties leveren. Gesteund door een team van professionals dat haar coacht, traint, sterker maakt. Zodat zij er op het juiste moment staat. Wij voelen ons met Ranomi verbonden. Ook onze beleggers streven dagelijks naar topprestaties. Met een hecht team van ervaren beleggingsprofessionals, dat er voor de klant staat. De beste willen zijn. Beleggen als topsport. Naast elkaar.

Bekijk de film met Ranomi op beleggenis.nl

INVESTMENT MANAGEMENT



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

DE CHINESE BEURS KLEURT WIJNROOD BELEGGERS VESTIGEN HOOP OP OVERHEID

Zelfs een economische groei van meer dan 8% per jaar trekt de beurs van Sjanghai sinds begin 2008 niet meer vlot. Fondsmanagers leggen uit waarom.

TEKST: TIJBBE HOEKSTRA

DE BEURSHANDEL OP het Chinese vasteland heeft zich nooit hersteld van de vrije val na de Lehman-crisis, terwijl de Europese beurzen alweer beduidend hoger staan dan tijdens het dieptepunt van 2009 en de Dow Jones-index na de rally van dit jaar alweer bijna op het piekniveau van eind 2007 staat. 'Een belangrijke reden voor de slechte prestaties van de Chinese beurs is dat de economische groei al sinds 2007 afzwakt', zegt Victoria Mio, fondsmanager van het Chinese Equities Fund van Robeco. De Chinese economie groeit dit jaar naar verwachting van het IMF met minder dan 8%, tegenover een groei van bijna 12% in 2007.

Uit recent onderzoek van Morgan Stanley is gebleken dat de kwartaal-groei van de Chinese economie een opmerkelijke correlatie vertoont met

de ontwikkeling van de beurskoersen. Als de Chinese economie wat groei-vertoging vertoont, reageren beleggers daarop door aandelen te verkopen. Een oorzaak van de terugval in de groei, en daarmee ook van de dalende beurskoersen, is het restrictievere monetaire beleid dat de Chinese centrale bank sinds 2010 voert. 'Daardoor neemt de liquiditeit in de markt af, waarop beleggers zich terugtrekken', zegt Corinna Lau, die verantwoordelijk is voor de Aziatische beleggingsfondsen van Invesco, waaronder het Asia Consumer Demand Fund, dat een weging van ruim 30% heeft in China.

Buitenlandse afwezigheid

De beurs van Sjanghai kenmerkt zich door de beperkte aanwezigheid van buitenlandse institutionele beleggers en een krappe liquiditeit. Daardoor zijn de koersen volatieleer dan de beurzen in ontwikkelde markten, en is beleggen er risicovoller. Lau: 'Door restricties van de overheid is maar 2% van het belegd vermogen op de beurs van Sjanghai uit het buitenland afkomstig.'

Sjanghai staat daarmee in scherp contrast met Hongkong, de andere grote beurs in China. Daar zijn buitenlandse en institutionele beleggers juist volop aanwezig. 'Sjanghai, waar vooral Chinese particuliere beleggers zijn te vinden, is vanwege de beperkte

volumes niet aantrekkelijk. Institutionele beleggers gaan daarom liever naar Hongkong', zegt aandelenstrateeg Catherine Yeung van vermogensbeheerder Fidelity, dat via het fonds China Focus onder meer in Chinese aandelen en bedrijfsobligaties belegt.

De Hang Seng-index van Hongkong doet het sinds 2008 daarom veel beter dan de Sjanghai Composite-index. Waar de Hang Seng dit jaar al 17% heeft gewonnen, staat de beurs van Sjanghai op bijna -6%. Sommige bedrijven, waaronder Bank of China,

hebben zowel in Hongkong als in Sjanghai een notering. 'Daardoor kan het zijn dat aandelen van hetzelfde bedrijf op een zeker moment in Sjanghai goedkoper zijn dan in Hongkong.'

Leiderschapswissel

Of Chinese aandelen spoedig weer uit de startblokken komen, hangt voor een deel af van het beleid van de Chinese overheid. Zo zou het veel uitmaken als de restricties voor buitenlandse beleggers worden opgeheven. 'Maar dat zal nog wel even duren', voorspelt Mio van Robeco. 'Om de liquiditeit te vergroten is het ook belangrijk dat Chinese pensioenfondsen toestemming krijgen om in aandelen te mogen beleggen. Op dit moment mag maar één pensioenfonds dat, met maximaal 20% van zijn vermogen. De pensioenfondsen investeren daarom nu vooral in obligaties.'

'Ook is het belangrijk dat China werk maakt van een pensioenhervorming waardoor burgers individueel een pensioen kunnen opbouwen. De regering overweegt dat mogelijk te maken', vervolgt Mio. De drie beleggingsprofessionals verwachten niet dat de Chinese leiderschapswissel direct veel verandering zal sorteren. 'De nieuwe leiders zijn waarschijnlijk liberaler dan de oude, dus dat is positief. Maar door het vijfjarenplan staat het beleid tot en met 2015 in principe vast', constateert Lau van Invesco.

TIJBBE HOEKSTRA IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.





ik weet dat standaardproducten niet meer werken.
ik wil mijn cliënten maatwerk bieden.
ik heb oplossingen nodig die bij deze tijd passen.

**Elke belegger is uniek.
Dat is het principe van iShares.**

Met meer dan 600* ETF's genoteerd aan beurzen over de hele wereld biedt iShares u een ongeëvenaarde keuze uit beleggingscategorieën, landen en sectoren, zodat u de portefeuilles van uw cliënten efficiënt kunt afstemmen op hun persoonlijke situatie en behoeften.

Dat is één van de redenen waarom meer beleggers hun geld toevertrouwen aan iShares dan aan enige andere ETF-aanbieder**.

Beleggen gaat altijd gepaard met een zekere mate van risico ten aanzien van zowel vermogen als inkomsten.

Ga voor meer informatie over ETF's naar iShares.nl of bel ons op 0800 0233 466.



*Bron: Global ETF Research and Implementation Strategy team, BlackRock, Bloomberg, Gegevens per September 2012. ** Gebaseerd op het beheerd vermogen (AUM) per 30-09-2012; bron: Bloomberg. Deze advertentie is uitsluitend bestemd voor professionele beleggers en dient niet ter informatie te worden aangeboden aan particuliere cliënten. Beleggen gaat altijd gepaard met een zekere mate van risico. De waarde van beleggingen en de gegenereerde inkomsten kunnen zowel dalen als stijgen en het is mogelijk dat beleggers hun oorspronkelijk geïnvesteerde geld niet terug ontvangen. In het verleden behaalde resultaten zijn geen betrouwbare richtlijn voor toekomstige resultaten en dienen niet als enige criterium te worden genomen bij de selectie van een product. iShares ETF's streven ernaar een benchmark te volgen en de beleggingen in een portefeuille worden niet aangepast bij het stijgen of dalen van de markt. Sommige iShares ETF's zijn geoptimaliseerd en houden daarom niet alle effecten van de index in portefeuille. De performance kan hierdoor afwijken van de onderliggende benchmark-index. iShares ETF's worden gedurende de handelsdag op de beurs verhandeld tegen de geldende marktkoers, die kan afwijken van de netto-vermogenswaarde. Er worden transactie- en brokerkosten in rekening gebracht. BlackRock doet geen uitspraken over de vraag of een belegging geschikt is voor u en of deze aansluit bij uw persoonlijke behoeften en risicotolerantie. BlackRock Advisors (UK) Limited, dat een vergunning heeft ontvangen van de Financial Services Authority (FSA) en onder toezicht staat van de FSA, heeft dit document uitsluitend voor professionele beleggers in Nederland uitgegeven. Geen andere persoon zou op basis van de informatie in dit document besluiten moeten nemen. iShares plc, iShares II plc, iShares III plc, iShares IV plc en iShares V (de 'vennootschappen') zijn open-eind beleggingsmaatschappijen met variabel kapitaal naar lers recht, waarvan de fondsen afzonderlijk aansprakelijk zijn, die zijn toegelaten door de Financial Regulator. De vennootschappen zijn in Nederland aangemeld bij de Autoriteit Financiële Markten en hebben toestemming ontvangen om hun aandelen te verkopen aan het Nederlandse publiek. De vennootschappen zijn derhalve beleggingsinstelling als bedoeld in artikel 2:72 van de Wet op het financieel toezicht. Bijgevolg zijn de vennootschappen, met betrekking tot die notificatie, onderworpen aan de Wet toezicht beleggingsinstellingen, de voorschriften die ingevolge daarvan worden bepaald en het toezicht terzake door de Autoriteit Financiële Markten. De vennootschappen hebben toestemming gekregen tot notering aan de effectenbeurs van Euronext Amsterdam N.V. en zijn bijgevolg onderworpen aan de voorschriften van Euronext Amsterdam N.V. Exemplaren van alle documenten (d.w.z. het hoofd-/parapluprospectus, het/de supplement(en), de laatste en voorgaande jaarverslagen en halfjaarlijkse verslagen van de vennootschappen en de oprichtingsakte en statuten van de vennootschappen) zijn in Nederland gratis verkrijgbaar ten kantore van de Nederlandse vertegenwoordiger, BlackRock Advisors (UK) Limited - Dutch Branch, Rembrandt Toren, 17e verdieping, Amstelplein 1, 1096 HA Amsterdam, Nederland of telefonisch via de informatielijn van de Nederlandse vertegenwoordiger op 0800 0233 466. Iedere beslissing om te beleggen dient uitsluitend gebaseerd te zijn op de informatie in het bij deze belegging behorende prospectus, de Essentiële Beleggersinformatie (EBI) en het meest recente halfjaarverslag en de niet door een accountant goedgekeurde halfjaarrekening en/of het jaarsverslag en de door de accountant goedgekeurde jaarrekening. Uitgegeven door BlackRock Advisors (UK) Limited (geautoriseerd en gereguleerd door de Financial Services Authority). Geregistreerd adres: 12 Throgmorton Avenue, Londen, EC2N 2DL. In Engeland geregistreerd onder nr. 00796793. Tel: (0044) 20-7743 3000. BlackRock is een handelsnaam van BlackRock Advisors (UK) Limited. Voor uw bescherming worden telefoongesprekken doorgaans opgenomen.

BEDRIJVEN ZEGGEN CHINA VAARWEL

INTERVIEW MET CHINA-SPECIALIST SHAUN REIN



'Jonge Chinezen zijn niet langer bereid duizenden kilometers van huis te gaan voor lage lonen.'

TEKST: GERBEN VAN DER MAREL

DE AMERIKAAN SHAUN Rein kwam eind jaren negentig als student naar China. Inmiddels is hij consultant van grote Amerikaanse bedrijven in Sjanghai en heeft hij een bestseller op zijn naam: *The End of Cheap China. Economic and Cultural Trends that will Disrupt the World*. Het globaliseringsproces maakt onstuimige veranderingen mee, aldus Rein in een interview.

U schrijft in uw boek dat de opkomst van China internationaal spanningen met zich meebrengt waar bedrijven en regeringen niet goed mee om kunnen gaan. Waar doelt u op?

'Als een nieuwe supermacht opkomt verstoort dit de status-quo. Dat kan leiden tot spanningen. Je zag paniekzaaijerij in de Amerikaanse verkiezingen. Velen in China hadden hoge verwachtingen van Obama toen hij werd verkozen in 2008. Ze zijn teleurgesteld. Nu de verkiezingen voorbij zijn, hoopt China op meer constructieve betrekkingen. Het grote verschil tussen nu en 2008 is dat de Chinese leiders meer vertrouwen hebben in hun eigen kunnen. Ze willen Chinese invloed spreiden. Ik verwacht de komende jaren daarom toch aanhoudende spanningen. Chinezen zijn op hun hoede om te investeren in de VS door die anti-Chinese gevoelens. Men zegt eerder te willen investeren in Europa, waar overheden welwillender zijn.'

Amerikaanse bedrijven lijken steeds vaker weer te vertrekken uit China. Wat is hiervan de reden?

'China is niet langer een goedkope plek voor fabrikanten. In 2011 steeg in 21 van de 31 Chinese provincies het minimumloon met gemiddeld 22%. In combinatie met stijgende huisvestingskosten zoeken vooral bedrijven in de lichte industrie, zoals kleding en schoeisel, onderdak in Indonesië en Vietnam. Soms gaan ze terug naar de VS. Hun marges staan te zeer onder druk door de veranderingen in China.'

Kunt u voorbeelden noemen?

'Neem Nike, een van de eerste westerse merken die werden geassocieerd met goedkope Chinese arbeidskrachten. Nike produceert nu meer in Vietnam dan in China. Asian Paper and Pulp sloot zijn fabrieken in de VS een paar jaar geleden. Maar ze kondigden onlangs aan ze te heropenen. Vooral omdat steeds meer rijke Chinese consumenten wegwerpluiers kopen.'

Zijn bedrijven alleen voor de lage lonen naar China vertrokken? Zijn de werkelijke kosten van offshoring voor Amerikaanse en Europese bedrijven niet veel groter?

'Tien jaar geleden zei ik al tegen bedrijven dat ze voor goedkope arbeidskrachten niet naar China moesten komen. De productiviteit per werknemer in West-Europa en Amerika ligt veel hoger. Salarissen zijn slechts een klein deel van de totale netto bedrijfskosten.

Verhuis alleen naar China als je hele ecosysteem hier zit. Ik heb ooit een knopenbedrijf geholpen te verhuizen naar China. Het moest wel, want alle spijkerbroeken- en ritsbedrijven waren al verplaatst naar China. Het was omgevallen als ze in de VS achtergebleven waren. Schaal is een belangrijke reden om toch in China te zitten. Foxconn, dat de iPhone voor Apple maakt, heeft meer dan een miljoen werknemers in China. In de VS kun je op die schaal niet meer opereren.'

Zijn de opgelopen transportkosten en de stijgende olieprijs een reden voor bedrijven om terug te gaan naar de VS en Europa?

'Hoge olieprijsen hebben de marges zwaar onder druk gezet. De gestegen olie- en transportkosten zijn nog niet doorberekend aan de eindverbruiker. De bedrijven maken zich zorgen over het verliezen van marktaandeel. Dit is op lange termijn onhoudbaar. Bedrijven zullen de prijzen moeten verhogen of hun productie verplaatsen. Neem HP. CEO Meg Whitman wil de

'De inflatoire werking in China zal zorgen voor minder koopkracht onder westerlingen'

prijzen verhogen omdat de kosten in China de pan uit rijzen. Honderden miljoenen Amerikanen en Europeanen uit de middenklasse hebben goedkoop in hun levensonderhoud kunnen voorzien omdat Chinese arbeiders wilden zwoegen voor nop. Dat verandert. Jonge Chinezen zijn niet langer bereid om duizenden kilometers van huis te gaan voor lage lonen. Ze willen de droom van de middenklasse realiseren. Dat heeft een inflatoire werking op de wereldeconomie.'

China stoomt op als land van kapitaalkrachtige consumenten. Is het dan niet beter lokaal te produceren?

'De Chinese consument vertegenwoordigt een van de grootste groeiverhalen voor de komende vijf jaar. De detailhandelsomzet steeg vorige maand met 14,2%. Het is dus zeker zinvol om state of the art fabrieken te bouwen in China. Airbus is een voorbeeld. Dat bouwt in China voor de sterk gestegen vraag naar binnenlandse vluchten.'

Worden Chinezen belangrijker als consument dan als producent?

'Zeker.' s Werelds grootste bedrijven halen hun succes uit China. Meer dan 40% van de omzet van Yum Brands (KFC en Pizza Hut) komt uit China. De grootste markt buiten de VS voor Starbucks en Apple is China. Starbucks haalt in China een marge van 30% ten opzichte van 22% in de VS. Het is van cruciaal belang dat de westerse merken zich echt op Chinese consumenten richten en begrijpen wat ze willen.'

GERBEN VAN DER MAREL IS CORRESPONDENT VOOR HET FINANCIELE DAGBLAD IN NEW YORK EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.

NEW KIDS ON THE BLOCK STELEN SHOW

TURKIJE EN ANDERE GROEILANDEN STELLEN BRIC IN DE SCHADUW

De aandelenmarkten van de BRIC-landen laten het lelijk afweten. Pioniers onder de beleggers richten zich op de volgende generatie groeilanden.

TEKST: JEROEN BOOGAARD

WIE AAN HET begin van deze eeuw het lef had om in de toen nog vrij onbekende en zeer risicovolle aandelenmarkten van Brazilië, Rusland, India en China te beleggen, is daar rijkelijk voor beloofd. De BRIC-landen hebben over de afgelopen tien jaar een rendement opgeleverd van gemiddeld 17% per jaar, ofwel een cumulatief rendement van bijna 400%. Ter vergelijking: de wereldindex leverde over deze periode slechts gemiddeld 4,8% per jaar op.

Maar de ongebaande paden van weleer zijn inmiddels platgelopen. Nieuwe groeimarkten hebben het stokje overgenomen. Waar de BRIC-landen over de afgelopen drie jaar een stap terugzetten, laten landen als Indonesië, Mexico en Zuid-Korea dubbelcijferige rendementen zien. Dichter bij huis storten beleggers zich massaal op Turkije, dat dit jaar al bijna 50% in de plus staat. 'Turkije is politiek stabiel en heeft een dynamische economie. Terwijl het in andere landen juist wat minder gaat, is de economische groei hier goed blijven liggen', zegt Maarten-Jan Bakkum,

beleggingsstrateeg opkomende markten bij ING Investment Management. Aandelenstrateeg Tom Mermuys van KBC Asset Management beaamt dit: 'Turkije geldt als het groene eiland in de rode recessiezee. Het is een van de weinige landen waar de groei nog vrij stevig is. En aangezien elke belegger op zoek is naar groei, kom je al snel bij Turkije uit.'

Wat volgens Bakkum ook meespeelt bij de sterke outperformance van de Turkse aandelenmarkt is dat Turkije weinig relaties heeft met China. 'In het eerste halfjaar deden vooral landen het slecht die gevoelig zijn voor een Chinese groeivertraging. Turkije is een van de weinige opkomende aandelenmarkten waarin je kan beleggen als China onder druk staat.' Ook het feit dat Turkije dit jaar heel

'Turkije is politiek stabiel en daardoor een van de meest interessante markten'

makkelijk geld heeft weten op te halen, is volgens Bakkum een teken dat het gewoon goed gaat met de Turken. Zeker als bedacht wordt dat Turkije een groot handelstekort heeft en landen als India, Brazilië en Zuid-Afrika juist wat moeite hebben om de meer speculatieve kapitaalstromen aan te trekken. Dit voedt het vertrouwen van beleggers in de Turkse economie, zo geeft Bakkum aan.

Niettemin blijft het grote tekort op de lopende rekening de achilleshiel van Turkije. Omdat het land voor zijn energiebehoefte volledig is aangewezen op het buitenland, resulteren de hoge olie- en gasprijzen in een dure brandstofrekening. Bakkum: 'Als de olieprijs oploopt, lopen de tekorten van Turkije ook op. Dat is een zorg. Positief is dat de huidige regering veel investeert in bijvoorbeeld waterkrachtcentrales om de eigen energieproductie op te krikken. Hopelijk wordt de importafhankelijkheid van energie daardoor lager.'

Na de krachtige rally van de laatste tijd is het natuurlijk de vraag of beleggers niet te laat zijn om nog in te stappen in de Turkse aandelenmarkt. 'Natuurlijk word je een beetje nerveus als een markt het zo goed heeft ge-

daan, maar wij vinden het nog altijd een van de meest interessante markten en blijven hier overwogen', zegt Bakkum. Hoewel Turkije met een koers-winstverhouding van circa 12 op basis van de verwachte winsten voor volgend jaar iets duurder is dan andere opkomende landen, is volgens hem zeker geen sprake van overdrijving. 'Als je kijkt naar de waardering, het winstmomentum in het bedrijfsleven en andere fundamentals, dan staat alles nog op groen voor Turkije.' Mermuys is echter een stuk voorzichtiger: 'Om nu achter die trein te hollen en er nog op te springen, raden wij niet aan. Niet alleen zien wij onevenwichtigheden in de economie, ook het politiek risico is vrij stevig.'

Een belangrijke troef van Turkije is de grote, zeer jonge bevolking. Om hierop in te spelen raadt Bakkum beleggers aan om hun pijlen vooral te richten op de banken. 'De sterke investeringsgroei, toenemende consumentenbestedingen en afnemende risico's komen eigenlijk allemaal terug in de financiële sector.' De mogelijkheden om direct in de consumentensectoren te beleggen zijn volgens hem beperkt en daardoor aan de dure kant.

Binnenlandse consumptie

Goldman Sachs rekent Turkije samen met Mexico, Korea, Indonesië en de vier BRIC's tot de acht zogeheten 'groeilanden', de grootste opkomende markten met een aandeel van minstens 1% in de wereld economie. De groep als geheel huisvest bijna de helft van de wereldbevolking, vertegen-



DE WIEK FATIH IN ISTANBUL MET DE FATIH CAMII
WISSEL DU ZONSONDERGANG.
FOTO: HH

woordigt een kwart van de wereld economie en zal het komende decennium naar verwachting 60% van de wereldwijde economische groei voor haar rekening nemen. Belangrijk is dat deze landen volgens Goldman Sachs beter toegankelijk zijn voor beleggers dan de meeste kleinere opkomende markten. Juist de beperkte liquiditeit van kleine 'frontier markets' als Kenia, Vietnam en Bangladesh is voor Mermuys het voornaamste struikelblok om hier te beleggen. 'Op de lange termijn ziet het er in deze landen zeker positief uit, maar door de geringe liquiditeit is het lastig om posities in te nemen. Bovendien is de volatiliteit extreem hoog, zodat deze landen vaak in de hoek zitten waar de klappen vallen.'

Mermuys zet zijn kaarten daarom vooral op de wat grotere opkomende markten, die bovendien een goede exposure bieden aan de binnenlandse economie. Dat is volgens de aandelenstrateeg echter niet altijd vanzelfsprekend. Er is een aantal opkomende landen waar de economie weliswaar goed presteert, maar waar de aandelen-

markt vooral een afspiegeling is van de grondstoffensectoren. Hij wijst bijvoorbeeld op Brazilië en Rusland, wier aandelenmarkten daardoor meer gerelateerd zijn aan de wereld economie dan aan de binnenlandse groei. 'Wij zijn vooral positief over opkomende aandelenmarkten die de groeiende middenklasse reflecteren en kijken momenteel met name naar Azië, niet alleen naar China en India maar naar de gehele regio. De waardering is daar nog aantrekkelijk', aldus Mermuys.

Filipijnen nog ongerept

Ook voor Kin Cheung, die bij Optimix het Emerging Markets Fund be-

'De groeilanden en de BRIC's nemen komende tien jaar 60% van groei voor hun rekening'

stiert, schuilt de aantrekkelijkheid van opkomende landen vooral in de binnenlandse consumptiemarkten. Om die reden ziet hij meer mogelijkheden in de wat kleinere opkomende landen dan in de BRIC's, die meer afhankelijk zijn van grondstoffenprijzen en de zwakke groei in het Westen en tevens ieder met hun eigen interne problemen kampen. 'Er zijn veel kleinere landen die nog in de prille fase zijn van hun economische bloei en minder gelieerd zijn aan de wereld economie dan de BRIC-landen. Landen als Thailand, Indonesië, de Filipijnen, Turkije en Mexico vind ik daarom aantrekkelijker dan de BRIC's. Veel mensen vergeten ook dat deze landen een enorm grote en veelal jonge populatie hebben', zegt Cheung. Vooral de Filipijnen is volgens hem nog niet 'ontdekt' door grote institutionele beleggers vanwege de geringe liquiditeit. Weliswaar liggen de waarderingen in landen als Indonesië en de Filipijnen wat hoger dan in bijvoorbeeld China en Brazilië, maar daar staat volgens Cheung ook een structurele, beter

voorspelbare winstgroei tegenover. 'De winstgroei is minder afhankelijk van wat er gebeurt in de rest van de wereld en daar mag tot op zekere hoogte een premie voor worden betaald', aldus Cheung.

Hoewel Bakkum het groeipotentieel van de kleinere landen erkent, is hij nu juist bezig om weer een draai te maken van kleine markten als Thailand, Colombia en Indonesië naar de grote traditionele opkomende landen. 'Natuurlijk is bijvoorbeeld Bangladesh op lange termijn waarschijnlijk interessanter dan China, dat al een enorme welvaartsprong heeft gemaakt, maar momenteel liggen Brazilië, Rusland en China er beter bij. In China zien we een cyclisch herstel, waardoor de zorgen over een structurele groeivertraging naar de achtergrond verdwijnen, zegt Bakkum. Ook Cheung heeft onlangs goedkope Chinese aandelen bijgekocht, al blijft hij 'structureel voorzichtig' op China.

JEROEN BOOGAARD IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.



De visie om kansen te benutten

De obligatiemarkt verandert met elke fase van de cyclus. Hoe zorgt u ervoor dat u steeds in de juiste delen van de markt belegt?

Schroder ISF Strategic Bond is niet aan een benchmark of stijl gebonden en kan daarom beleggen in het hele obligatie-universum. Dankzij de ondersteuning van een wereldwijd geïntegreerd team van meer dan 100 obligatiespecialisten zijn wij in staat in te spelen op de aantrekkelijkste kansen, waar die zich ook voordoen.

De fondsresultaten bewijzen dat wij in alle fasen van de obligatiecyclus waarde toe kunnen voegen.*

Rendement %	YTD	1 jaar	3 jaar	5 jaar	Sind Introductie
Schroder ISF Strategic Bond	5,8	5,4	13,9	21,4	38,3

Wie toegang wil krijgen tot de wereldwijde obligatiemarkten, richt zijn vizier op Schroder ISF Strategic Bond.

Schroder ISF Strategic Bond

www.schroders.nl

*Bron: Schroders, per 31 oktober 2012. Het rendement heeft betrekking op A Acc aandelen in USD. Het rendement is gegeven op NAV to NAV basis, netto inkomsten herbelegd. Schroder International Selection Fund wordt aangeduid als "Schroder ISF". Belangrijke informatie: Schroder International Selection Fund Strategic Bond (hierna het "Schroder ISF Strategic Bond") is een subfonds van Schroder ISF, een beleggingsinstelling gevestigd te Luxemburg. Schroder ISF en Schroder ISF Strategic Bond zijn op grond van artikel 2:66 van de Wet op het financieel toezicht ("Wft") geregistreerd in het op grond van artikel 1:107 Wft door de Autoriteit Financiële Markten aangehouden register en om die reden kunnen rechten van deelneming in Schroder ISF en Schroder ISF (include sub-fund name) in Nederland worden aangeboden. Raadpleeg het volledige prospectus en de essentiële beleggersinformatie indien u meer informatie wenst alvorens u belegt. De rechten en verplichtingen van de belegger en de juridische relatie met Schroder ISF worden uiteengezet in het volledige prospectus. Het volledige prospectus, de essentiële beleggersinformatie en de jaar- en halfjaarverslagen van Schroder ISF kunnen kosteloos worden verkregen bij Schroder Investment Management (Luxembourg) S.A., 5, rue Höhenhof, L-1736 Senningerberg, Grootherzogdom Luxemburg en alle distributeurs of via www.schroders.nl. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De koersen van aandelen en de daaruit gegenereerde inkomsten kunnen zowel dalen als stijgen, en het is mogelijk dat beleggers het oorspronkelijk geïnvesteerde bedrag niet terugkrijgen. Vrijgegeven voor publicatie door Schroders Investment Management Benelux N.V., World Trade Center, Tower a - Level 5, Strawinskylaan 521, 1077 XX Amsterdam. w42276

OOST LOOPT MET WEST IN DE PAS

Door de mondialisering neemt de correlatie niet af maar juist toe, betoogt Lodewijk Van der Kroft.

TEKST: LODEWIJK VAN DER KROFT

EMERGING MARKETS-AANDELEN hebben de afgelopen jaren niet gebracht wat ervan werd verwacht. Voor een belegger waren er twee redenen om te beleggen in emerging markets: als bron van diversificatie en als manier om deel te nemen aan de hogere groei die deze regio's doormaken.

Maar in de achterliggende jaren zijn de rendementen op aandelen steeds meer synchroon gaan lopen. De gemiddelde maandelijkse correlatie tussen westerse aandelenmarkten onderling is opgelopen van 0,64 naar 0,83 en voor emerging markets van 0,41 naar 0,71. Een vergelijkbare ontwikkeling is te zien tussen westerse en opkomende aandelenmarkten. Zoals blijkt uit grafiek 1 ontwikkelen zij zich de laatste paar jaar zeer synchroon.

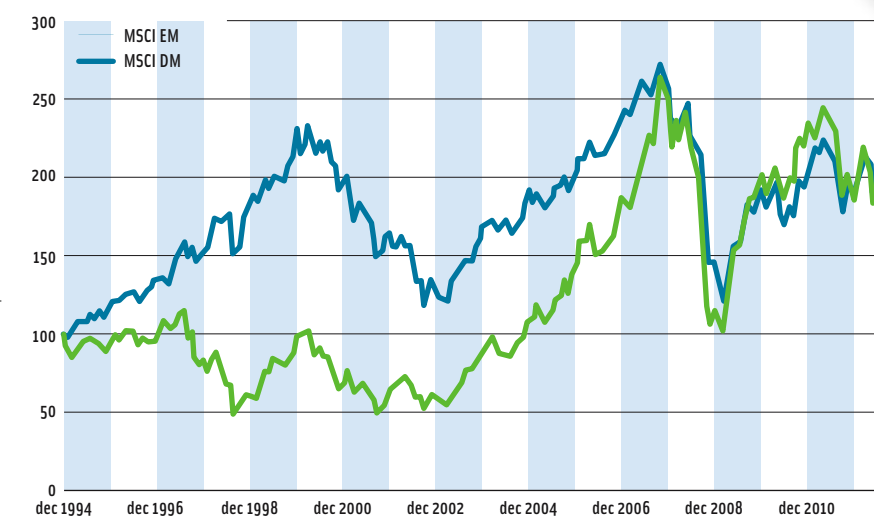
Over de periode 1995-2012 bedroeg de correlatie tussen de Nederlandse aandelenmarkt en de grootste zeventien EM-landen (waaronder BRICs, Korea, Taiwan en Zuid-Afrika, gezamenlijk goed voor 80% van de samenstelling van de MSCI EM-index) 0,49. Het is vooral in de periode na het faillissement van Lehman (2008-2012)



LODEWIJK VAN DER KROFT

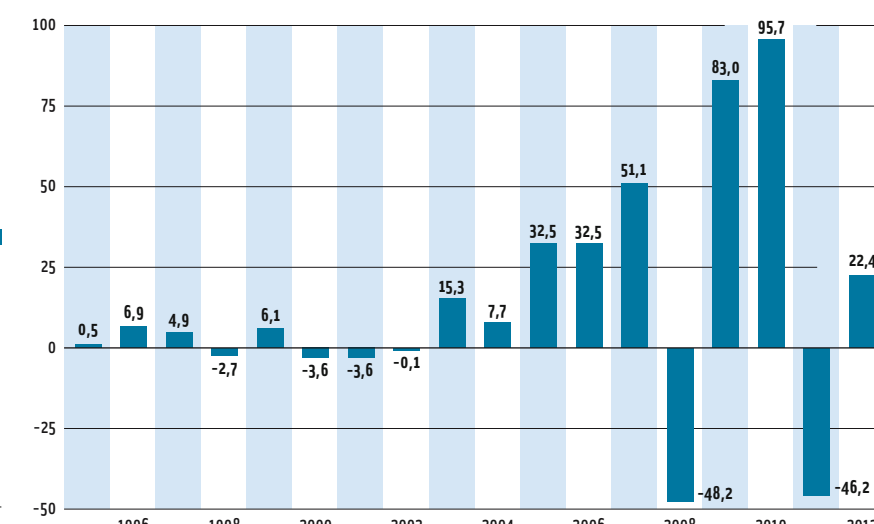
Ontwikkeling MSCI EM en MSCI DM

Sinds 1995 (=100)



In- en uitstroom Emerging Markets-aandelen

In miljarden dollars (1995-2012 YTD)



GRAFIEKEN: YMKE PAS

Bron: CLSA, Morgan Stanley

waarin markten sterk beïnvloed worden door maatregelen van westerse centrale banken om financiële markten en economieën draaiend te houden, dat de correlatie stijgt naar 0,80.

Mondialisering

Het oplopen van correlaties heeft ook meer fundamentele oorzaken, zoals de verdere integratie van economieën wereldwijd, maar ook de toegenomen afhankelijkheid van emerging markets van geldstromen uit westerse landen. Er zijn namelijk in veel emerging markets relatief weinig grote institutionele beleggers die, onafhankelijk van het internationale marktsentiment, posities moeten verwerven omdat daar (verzekerde) verplichtingen tegenover staan. In grafiek 2 wordt de in- en uitstroom van westerse geld weergegeven. De uitstroom in slechte beursjaren zoals 2008 en 2011 en de instroom in goede jaren zoals 2009 en 2010 versterken onderlinge verbanden. De consequentie is dat opname van emerging markets-aandelen minder heeft bijgedragen aan de diversificatie van een aandelenportefeuille. En dat juist in

een periode waarin daar grote behoefte aan bestond, gegeven de marktontwikkelingen in Amerika en Europa.

De verdere mondialisering maakt het aannemelijk dat de correlatie tussen opkomende en westerse markten wat hoger blijft dan in het verleden, zij het op een lager niveau dan nu. Hoewel het nog bijna niet voor te stellen is, zal de aandacht van beleggers op enig moment minder gericht zijn op macro-economische aspecten, waardoor de huidige 'risk-on, risk-off'-strategie wordt ingeruild voor een structureel hogere allocatie naar de meest dynamische groei regio's van de wereld.

Daar is alle ruimte voor: de meeste Nederlandse aandelenbeleggers, houden conform leidende indices een bescheiden allocatie in emerging markets aan. Ultimo 2011 bedroeg de weg van emerging markets in de MSCI All Countries World Index (ACWI) 12,6%. Indien de marktkapitalisatie van beursfondsen de basis is, dan zou het belang 20% moeten zijn.

LODEWIJK VAN DER KROFT IS PARTNER BIJ COMGEST BENELUX.



BNP PARIBAS
INVESTMENT PARTNERS

| De vermogensbeheerder voor een wereld in verandering

bnpparibas-ip.nl

Betrouwbare
beleggingservaring
toegesneden

PARTNER VOOR SUCCES

op uw lokale
behoeften



BNP Paribas Investment Partners

Ons netwerk van beleggingsexperts opent niet alleen kansen voor u, maar biedt u ook de broodnodige kritische inzichten om die kansen ten volle te benutten. Laten we dus nu en in de toekomst samen nieuwe doelstellingen blijven nastreven.

BNP Paribas Investment Partners is de wereldwijde merknaam van de vermogensbeheeractiviteiten van de BNP Paribas Groep.