



Rabobank

# Rabobank Beleggingsvisie

*Vierde kwartaal 2017*

## Inhoudsopgave

Samenvatting	1
Terugblik	2
Economie	3
Liquiditeit	4
Waardering	5
Scenario-analyse	6
Correctievrees	8
Aandelen Core	10
Aandelen Factor	11
Verenigde Staten	14
Japan	15
Pacific	16
Robotica	17
Aandelenportefeuille	18
Obligatieportefeuille	19
Staatsobligaties	20
Bedrijfsobligaties	21
Bank obligaties	22
High yield obligaties	23
EM debt	24
Maatschappelijk verantwoord beleggen	25
Special: Cryptovaluta	26

Voor aandelen volgde na een wat tegenvallende juli- en augustusmaand een bijzonder sterke septembermaand. In verschillende regio's werd die zelfs afgesloten met nieuwe records. Obligaties profiteerden van de dalende rente en inkomende kredietopslagen. In het vierde kwartaal komt er meer duidelijkheid over het einde van het onconventionele monetaire beleid van de Fed en de ECB. Het zo belangrijke politieke risico kan mogelijk een kans worden. De verwachtingen rondom Trump zijn tot het dieptepunt gedaald, er is alleen nog maar opwaarts potentieel over. Dat geldt ook voor het VK waar de harde Brexit het basisscenario is geworden. Macron en Merkel gaan voor een nieuwe Europese toekomst en in Azië werken ook Xi en Abe aan een nieuw mandaat. Dat terwijl de wereldeconomie versnelt, de inflatie gematigd blijft en bedrijfswinsten verder stijgen.

## Samenvatting

Er gebeurde voldoende in het derde kwartaal om de financiële markten te raken. Van de Noord-Koreaanse dreiging tot de Brexit-onderhandelingen, van meerdere aanslagen tot zware orkanen. Toch bleef het opvallend rustig. Markten zijn bestand tegen slecht nieuws door de wereldwijd aantrekkende economische groei, het voorspelbare beleid van centrale bankiers en de afnemende politieke onzekerheid. In elke regio stijgen elk kwartaal de bedrijfswinsten, na een veel moeizamere ontwikkeling in voorgaande jaren. Wij blijven daarom positief over aandelen. Met obligaties zijn we terughoudend. Niet omdat we er van uitgaan dat de rente op korte termijn sterk zal stijgen, maar vooral door het historisch lage niveau van de rente. De jarenlange zoektocht naar rendement heeft er voor gezorgd dat er per eenheid risico weinig rendement meer over is gebleven. Wij hebben de portefeuille op twee onderdelen aangepast. Binnen aandelen beleggen we meer in frontier markets, ten koste van opkomende markten. Binnen obligaties ruilen we high yield naar emerging debt.

# Terugblik

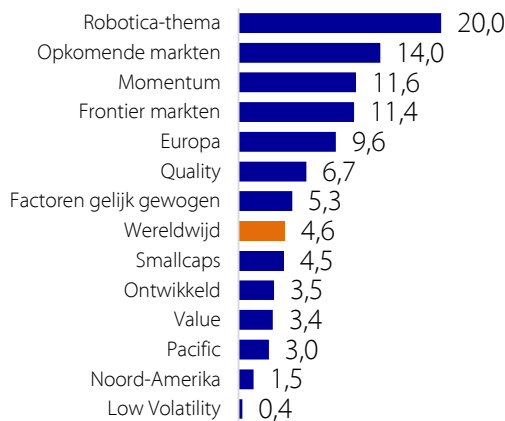
## Positief rendement

Vrijwel alle beleggingscategorieën behaalden over de eerste drie kwartalen een positief rendement en op staatsobligaties na presteren alle beter dan het rendement op sparen, maar dat is tegenwoordig niet meer zo'n grote prestatie. De grote verrassing dit jaar is de opmerkelijk lage volatiliteit. Ondanks politieke onrust, de exit-strategie van centrale bankiers, een onvoorspelbare Amerikaanse president, nucleaire dreiging vanuit Noord-Korea, het vastlopen van de Brexit-onderhandelingen en een record aan verwoestende orkanen zijn financiële markten vooral uiterst kalm.

### Aandelen

Op basis van de in de inleiding genoemde omstandigheden gingen we eind vorig jaar uit van een turbulent jaar. Vooralsnog is dit bepaald niet het geval. Uiteraard kan dit nog komen in het vierde kwartaal, maar eigenlijk moeten we al toegeven dat we voor wat betreft dit thema er volledig naast hebben gezeten. Het goede nieuws is dat het daartoe beperkt blijft. Qua beleggingen is het een uitermate gunstig jaar. Onze keuzes pakken vrijwel zonder uitzondering goed uit met als gevolg dat we in alle relevante profielen enkele procenten voorlopen op de benchmark.

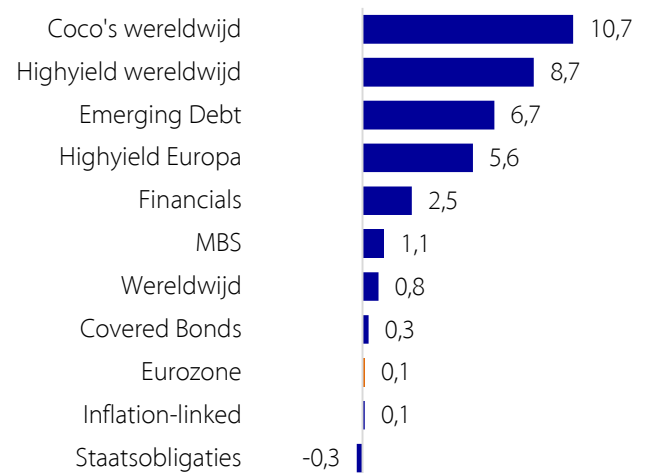
Aandelen eerste negen maanden  
(totaal rendement euro, benchmark oranje)



Bron: Thomson Reuters Datastream, MSCI.

### Obligaties

Obligaties eerste negen maanden (totaal rendement euro, benchmark oranje)



Bron: Thomson Reuters Datastream, Barclays

Toen de rentes op obligaties in overgrote delen van de eurozone negatief werden, gaven we aan dat het lastig zou worden om na kosten het rendement op sparen te verslaan. Dat terwijl de lat door de lage spaarrente niet hoog was gelegd.

Enkele jaren verder blijkt dat dit toch is gelukt. Dat komt deels doordat we er voor gekozen hebben om buiten de eurozone te beleggen. Ook de keuze om meer dan een jaar geleden

wereldwijd high yield

maximaal te overwegen pakte goed uit. Vorig jaar droeg dit onderdeel al fors bij en dit jaar staat er weer een forse plus op de borden. Alleen hybride obligaties (coco's) van financiële instellingen presteren nog beter. Deze categorie hebben we eind vorig jaar in portefeuille opgenomen. Aan het einde van het derde kwartaal hebben we de resterende positie in wereldwijd high yield geruild naar emerging debt. Dit onderdeel omvat 5% van de obligatieportefeuille. Gelet op de huidige omgeving met nog altijd negatieve rentes blijft het bijzonder lastig om na kosten een positief rendement te behalen op obligaties in portefeuille. Uiteraard blijven we er naar streven om het rendement op een spaarrekening te verslaan, zonder dat het karakter van de obligatieportefeuille wezenlijk wijzigt.

Een prima jaar voor aandelen en verrassend genoeg nog steeds een positief jaar voor obligaties.

# Economie

## Versnelling houdt aan

Voor het eerst sinds 2011 laat de wereldeconomie een versnelling zien van de groei. Het ziet er naar uit dat dit jaar een groei van 3,5% wordt gerealiseerd. Voor volgend jaar gaan we uit van een lichte versnelling naar 3,6%. De economische cyclus duurt hierdoor langer dan gemiddeld, maar we komen ook uit een buitengewone crisis.

### Opleving een feit

Met nog een kwartaal te gaan, koerst de wereldeconomie naar een hogere groei voor 2017 dan in 2016. Bedroeg de groei in 2016 nog 3,2%, voor 2017 wordt dat eerder 3,5%. Deze versnelling houdt in 2018 aan met een verwachte groei van 3,6%. Daarmee is er voor het eerst sinds 2011 weer eindelijk sprake van een synchrone opleving in de wereld, zowel in de ontwikkelde landen als in de opkomende markten. Verschillende factoren dragen hier aan bij:

- het afgenomen politieke risico in Europa;
- de verminderde focus op overheidsbezuinigingen;
- de verbeterde positie van consumenten;
- de groei van de bedrijfsinvesteringen;
- de stabilisatie van de Chinese economie;
- stabilisatie van de grondstofprijzen
- een zwakkere dollar

Een belangrijke bijdrage komt ook van de verbeterde bankstabiliteit in de eurozone. Dat was in de afgelopen jaren een remmende factor op de economische groei. Er is gewerkt aan balansverkleining en versterking van buffers. De gemiddelde kapitaalratio van banken in de eurozone is verbeterd van 9% in 2012 naar ruim 13% dit jaar. Daarbovenop komt het verbeterde economische momentum en de versteiling van de rentecurve die de verdien capaciteit van banken kan verbeteren. Dit kan een impuls geven aan de kredietverlening. En dat ondersteunt de economie weer.

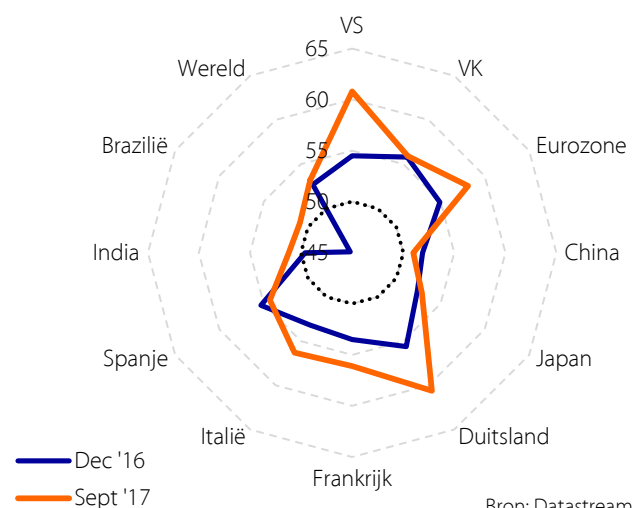
De vooruitzichten voor de wereldeconomie blijven goed. Dat blijkt uit het producentenvertrouwen over september uit verschillende delen van de wereld. In augustus was er al sprake van een sterk vertrouwen, en dat is in september verder verbeterd. In Europa ging de inkoopmanagersindex naar een recordstand van 58,1, tegen 57,4 de maand ervoor. Voor de VS tikte de index een stand van 60,8 aan, die kwam van een niveau van 58,8 in augustus. Opvallend was ook de sterke verbetering van het vertrouwen in Japan. Daar bereikte de Tankan-index voor alle ondernemingen de hoogste stand sinds 1991. Dit voorspelt veel goeds voor de wereldeconomie en ook voor de winstvooruitzichten van het bedrijfsleven.

Langste economische cyclus in de maak?

### Economische cyclus 8 jaar?

Sommige beleggers blijven sceptisch. Gemiddeld genomen duurt een economische cyclus in de VS acht jaar. De langste duurde van maart 1991 tot en met maart 2001. Het zou zo maar kunnen dat de huidige cyclus de langste wordt in de geschiedenis. De huidige cyclus in de VS houdt nu al meer dan 95 maanden aan, waarmee het de op twee na langste cyclus is. Voor de eurozone is de cyclus nog maar net gestart. Normaal zijn het de centrale banken die een recessie initiëren na meerdere renteverhogingen, waardoor de kosten van kapitaal de opbrengsten overstijgen. Maar in de eerste fase van renteverhogingen houdt doorgaans de groei aan. Dit keer zal het normaliseringspad lange tijd duren, waardoor ook de cyclus verlengd kan worden.

Producentenvertrouwen blijft sterk (PMI indices)



# Liquiditeit

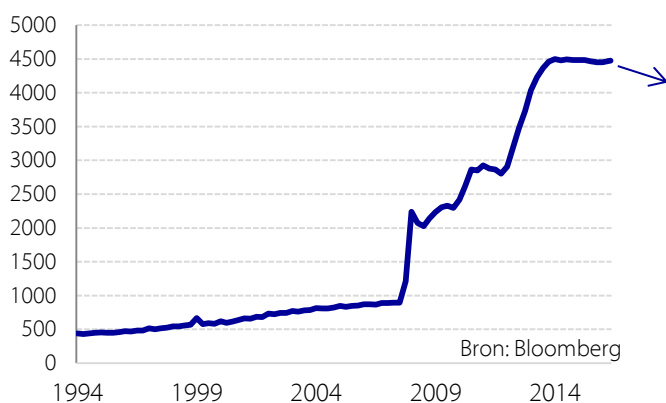
## Exit gestart, ruim beleid houdt aan

De exit van de Federal Reserve (Fed), het stelsel van Amerikaanse centrale banken, is gestart. De gevolgen hiervan zijn naar verwachting te overzien. De Fed neemt namelijk de tijd. De andere centrale banken in de wereld kopen nog altijd obligaties op. Dit remt een eventuele stijging van de lange rente in de VS.

### Fed pakt balans aan

De Fed heeft zoals werd verwacht aangekondigd om de balans per oktober gefaseerd te verkleinen. Allereerst zullen vrijvallende leningen tot een bedrag van \$ 10 miljard per maand niet worden herbelegd. Alles daarboven wordt herbelegd. Deze grens wordt geleidelijk verhoogd naar \$ 50 miljard per maand. Dat niveau wordt in oktober 2018 bereikt. De Fed heeft dan de balans met \$ 300 miljard verkleind. Vanaf 2019 verkleint de Fed de balans met \$ 600 miljard per jaar, tot een niveau dat zij geschikt vinden. Ter illustratie: de Fed heeft voor circa \$ 3700 miljard aan obligaties opgekocht in drie rondes van QE. Dit betekent dat de afbouw heel geleidelijk zal verlopen.

Expansie van de Fed-balans gestopt (in mrd \$)



De afbouw van QE wordt door sommige marktpartijen gezien als een groot risico voor de bull-markt voor aandelen. Wij denken niet dat de afbouw van QE negatief zal zijn voor de aandelenmarkten. Waarschijnlijk gaat de langzame afbouw van de balans niet gepaard met een sterke stijging van de rentes. Het renteverskil tussen enerzijds Duitsland (10-jaars

0,4%) en Japan (0%) en anderzijds de VS (2,3%) is groot, waardoor de vraaguitval van de Fed opgevangen kan worden door internationale beleggers.

### Lage inflatie een raadsel

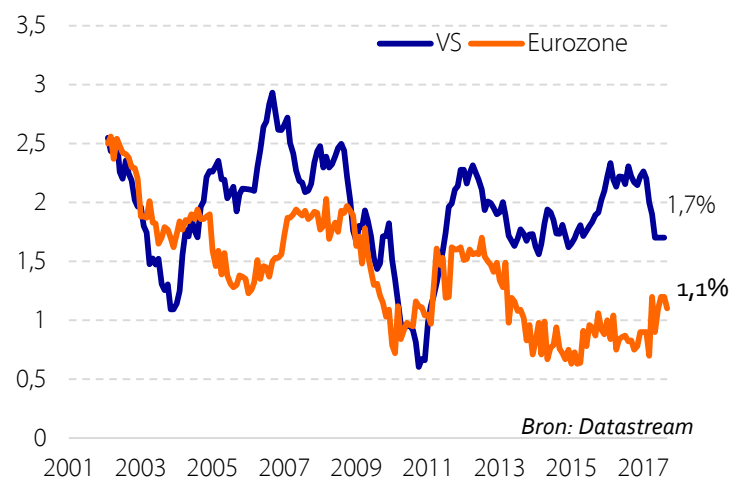
Voor de aanhoudende lage inflatie dempt een eventuele rentestijging. Zelfs zo laat in de economische cyclus. Het herstel in de Verenigde Staten houdt nu al geruime tijd aan.

Noemenswaardige inflatie is al die tijd uitgebleven. Dat plaatst de Fed voor een dilemma, waar overigens andere centrale banken ook mee te kampen hebben. De inflatie is nog altijd opvallend laag, zowel in de VS als de eurozone. Ook als we corrigeren voor de volatiele olie- en voedselprijzen blijft de (kern)inflatie gematigd. Dat komt vooral doordat de loongroei achterblijft bij wat we hebben gezien tijdens eerdere herstelperiodes.

Lage inflatie remt stijging van de rente

Structurele trends liggen hieraan waarschijnlijk ten grondslag: de voortgaande IT-revolutie (robotisering) en de globalisering. Dit zorgt ervoor dat er een tweedeling ontstaat op de arbeidsmarkt met mensen met de juiste vaardigheden, opleiding en hogere lonen, en voor mensen die moeten concurreren met lagelonenlanden, robots en stagnerende lonen. Het gevolg is een tegenvallende gemiddelde loonontwikkeling en inflatie. Aangezien centrale banken zich op het gemiddelde richten, kan het rentebeleid langer accommoderend blijven.

Kerninflatie in VS en eurozone



# Waardering

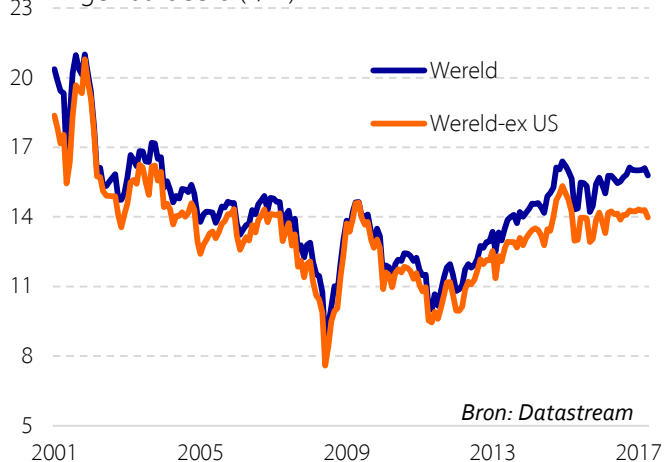
## Pijn ligt bij veilige obligaties

De veel gehoorde claim dat het monetaire beleid zeepbellen voedt, concentreert zich onder andere op de waardering van aandelen. Maar de waardering van aandelen is gemiddeld genomen helemaal niet extreem. Het zijn nog altijd obligaties met een hoge kwaliteit, in met name de eurozone, die aan de prijs zijn.

### Waardering in perspectief

Zijn aandelenwaarderingen nu wel of geen probleem? Dat is afhankelijk van de periode die we in ogenschouw nemen. Sinds het dieptepunt van de Grote Financiële Crisis (GFC) in 2009 zijn waarderingen meer dan verdubbeld. Dus over de afgelopen 10 jaar zijn de waarderingen op het hoogste niveau aanbeland. Maar dat heeft dus alles te maken met de extreem lage waarderingen in 2009 en die gedurende de Europese schuldencrisis. Hetzelfde zien we ook bij de CAPE (Cyclical Adjusted PE) van professor Shiller, die voor de cyclus corrigeert door de huidige koers te relateren aan de gemiddelde winst over de afgelopen tien jaar (gecorrigeerd voor inflatie). De gemiddelde winst in de afgelopen 10 jaar wordt sterk gedrukt door de winstrecessie die veroorzaakt werd door de val van Lehman Brothers in 2008. Dit zorgt voor een forse stijging van de CAPE voor de Amerikaanse aandelenmarkt, nu ruim 30.

Aandelen buiten VS minder hoog gewaardeerd (k/w)



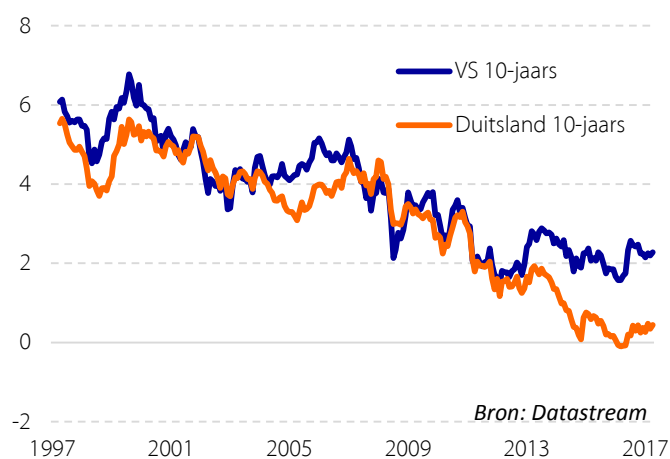
Plaatsen we de huidige koers-winstverhoudingen in een wat langer perspectief, dan blijkt het wel mee te vallen met de waardering. (zie grafiek) De k/w-verhouding op basis van de getaxeerde winsten voor de komende 12 maanden voor de MSCI AC World Index staat nu op een niveau van circa 16. Dat was in de jaren voor de GFC nog rond de 14. Dat is een stijging van 14%. Daar staat tegenover dat de huidige rente een fractie is van de wat de lange rente was voor de GFC. Lagere rentes en hogere waarderingen gaan met elkaar samen. In dat opzicht lopen de waarderingen niet uit de pas. Zeker als we ook corrigeren voor de waardering van de VS. Dan blijkt het k/w-niveau op een vergelijkbaar niveau te zitten als voor de GFC. Voor aandelen kunnen we stellen dat de waardering voor de VS wat aan de prijs is (reden waarom we per saldo onderwogen zijn in de VS), maar gemiddeld genomen is van een zeepbel zeker geen sprake.

### Pijn ligt bij obligaties

Terwijl de VS hoger gewaardeerd is binnen het aandelenuniversum, is dat op de internationale obligatiemarkt juist andersom. Dan blijken de Amerikaanse obligaties in relatief opzicht minder hoog gewaardeerd. Het zijn dan juist de Europese staatsobligaties die een extreem lage rente laten zien, en daarmee een hoge waardering. Daar zit met name de pijn. Dit is voor ons reden om sterk af te wijken van de samenstelling van de Europese benchmark.

Aandelen zijn niet duur

Obligaties in de VS minder hoog gewaardeerd



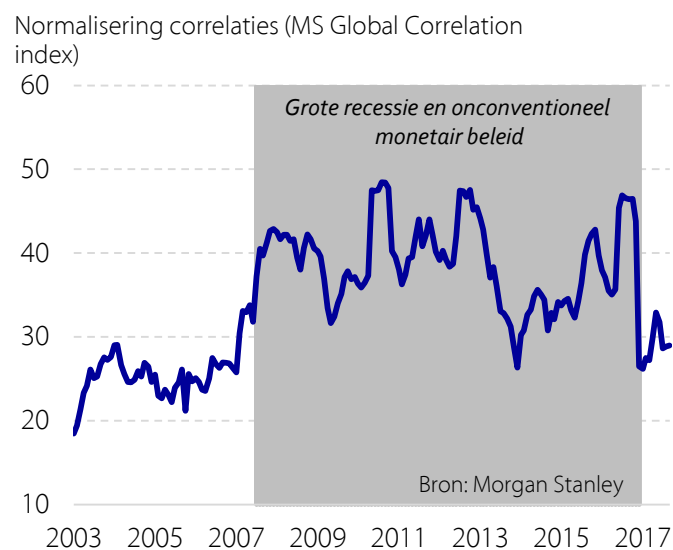
# Scenario-analyse

## Oase van rust

Nu binnen obligaties de zoektocht naar rendement voltooid lijkt en centrale bankiers zijn begonnen met het terugdraaien van het onconventionele beleid van de afgelopen jaren, zijn aandelen steeds vaker een goed alternatief voor obligatiebeleggers. Geholpen door de aantrekkende economie en stijgende bedrijfswinsten en gelokt door de lage volatiliteit is het dan ook niet vreemd dat verschillende aandelenmarkten nieuwe records hebben neergezet. Dat betekent uiteraard dat de waardering voor aandelen is gestegen, maar in het verleden bleek wel vaker dat de waardering van aandelen in langjarige reflatieperiodes eerder boven dan onder het gemiddelde lag. Een negatief effect van het reflatiebeleid is het ontstaan van zeepbellen. Op dit moment zijn die zeepbellen vooral zichtbaar buiten de aandelenmarkt.

### Lage volatiliteit normaal

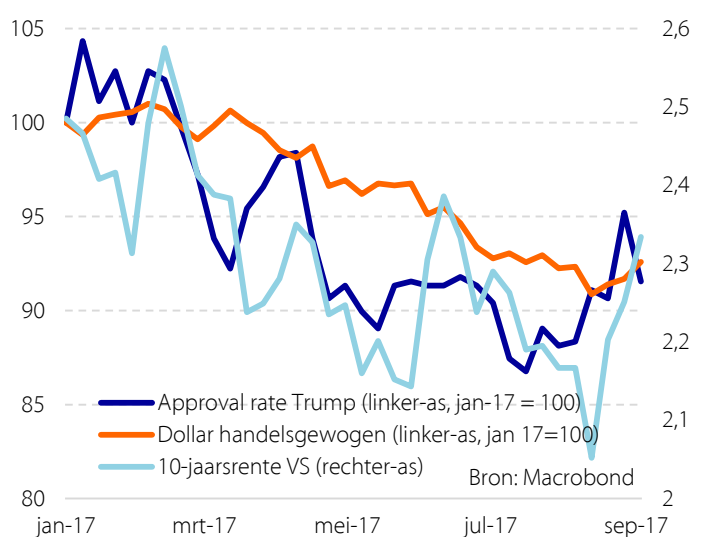
Beleggers moeten er nog even aan wennen. De normalisatie heeft gezorgd voor lagere correlaties wat er voor zorgt dat de volatiliteit ook lager ligt. In plaats van grote onrust op de financiële markten rondom de exit-strategie bevinden we ons in een oase van rust.



### Meer nadruk op het basisscenario

De afgelopen jaren bestond ons basisscenario uit een geleidelijke normalisatie van het monetaire beleid, waarbij economische groei niet zou leiden tot hogere inflatie als gevolg van de IT-revolutie en globalisering. Ondanks politieke risico's staat het basisscenario steviger dan ooit. Toen Trump vorig jaar verrassend de Amerikaanse presidentsverkiezingen won, steeg zowel de dollar als de rente. In plaats van de verwachte patstelling tussen een Democratische president en een Republikeinse meerderheid in het Congres, was er opeens volop ruimte voor Republikeins beleid. Nog geen jaar later blijkt de regering Trump opmerkelijk weinig te hebben gerealiseerd. Zelfs het door Republikeinen zo gehate Obamacare is niet vervangen. Economisch zouden belastingverlagingen en deregulering een extra impuls geven aan een economie waarvan de grenzen van de capaciteit (neem bijvoorbeeld de lage werkloosheid) waren bereikt. Zo'n impuls zou kunnen leiden tot oververhitting, hogere inflatie en een agressiever monetair beleid, ons positieve scenario. Maar de kansen daarop zijn afgenomen. De loonontwikkeling blijft zeer gematigd, ondanks de sterke arbeidsmarkt. De inflatie ligt beneden de doelstelling van centrale bankiers en monetaire beleidsmakers hebben niet echt haast. Gevolg is dat de lange rente daalt en dat de dollar dit jaar duidelijk is verzwakt. Die zwakkere dollar is ook een gevolg van de aantrekkende economische groei buiten de Verenigde Staten. Daarnaast zorgt de toegenomen risicobereidheid, een gevolg van de afnemende volatiliteit, voor een vlucht uit de dollar.

### Tegenvallend Trump-beleid



SCENARIO-ANALYSE	BASISSCENARIO	POSITIEF SCENARIO	NEGATIEF SCENARIO
Kenmerken	Normalisering IT-revolutie Reflatie Gematigde groei	De Grote Rotatie Trump 'Boom' Inflatie Cyclisch Winst-momentum	Doormodderen Trump 'Bust' Japanificatie Recessie Bankencrisis
Waarschijnlijkheid/prognose	80%	10%	10%
ECONOMIE & MONETAIR BELEID			
Economische groei wereld (2016: 3,2%)	3,6% (IMF)	4,5%	<3%
Monetair beleid	Einde kwantitatieve verruiming komt in zicht	Centrale banken bewust te laat	Nieuw hoofdstuk monetair experiment
Fiscaal beleid	Meer ruimte voor investeringen na jaren van bezuinigen	Trumponomics, kost gaat voor de baat uit	Geen ruimte om te stimuleren
Macro-economische verrassing	Amerikaanse bedrijfswinsten stijgen met meer dan 20% Herstel investeringen	Japan blijkt 'warrant' op de wereldeconomie	Opbreken eurozone wordt serieuze optie
Swaprente 10jr (nu circa 0,9 %)	0,6%	2,5%	-/- 1,0%
Rentecurve	Vervlakking	Forse versteiling	Vervlakking
Inflatie Europa	Beneden 2%	2,5% - 3%	<1%
FINANCIËLE MARKTEN			
Risicoaversie	=	↓	↑
Kredietopslagen	=	=	↑
Koers-winstverhoudingen	↑	=	↓
Winstgroei per aandeel	↑	↑	↓
Volatiliteit	↑	↑	↑
Best presterende belegging	Aandelen	Aandelen	Amerikaanse staatsobligaties
Slechtst presterende belegging	Goud	Staatsobligaties eurozone	Aandelen
Beste regio	Regio's buiten de Verenigde Staten	Opkomende markten, Pacific	Verenigde Staten
Slechtste regio	Verenigde Staten	Verenigde Staten	Opkomende markten, Europa, VK
Valuta (euro/dollar, nu \$ 1,17)	(\$1,25 12m)	↑	↓
Grondstoffen	=	↑	↓



# Correctievrees

Er klinken steeds meer waarschuwingen over een aanstaande correctie, van centrale bankiers en in de media zoals recent het FD en The Economist. Het ironische is dat na zo veel waarschuwingen in het verleden vaak aanleiding waren voor een rally. Wij zijn terughoudend met het 'timen' van de markt, zo lang de combinatie van waardering, liquiditeit en economische groei positief is.

## Twee soorten correcties

Er zijn twee typen correcties. De eerste is een zogenaamde bull-markt-correctie, een correctie die normaal gesproken beperkt blijft tot een procent of tien in de wereldindex en die meer moet worden gezien als een moment om stoom af te blazen. De markt is dan wat te ver vooruit gelopen op al het goede nieuws waarna het tijd is voor een pas op de plaats. Zo'n soort correctie wordt gedreven door sentimenten, niet door fundamenten. Normaal gesproken vluchten beleggers tijdens een correctie in de reservevaluta (de Amerikaanse dollar) en dat mitigeert vanuit Europees perspectief de koersdaling. Ons advies is, om niet te proberen dergelijke bull-markt-correcties te 'timen' door bijvoorbeeld tijdelijk uit de markt te stappen.



Het probleem met uitstappen is dat men twee keer goed moet timen, eerst er uit, maar daarna er ook weer in. Het is zeer onwaarschijnlijk dat men op de top uitstapt en op de bodem weer instapt, maar zelfs dan moet men twee keer kosten maken. Het risico is dat men de herstelfase mist. De fundamenten zijn immers niet gewijzigd. Beleggers doen er goed aan, om te leren van de fouten van beleggers uit het verleden en dienen zich te realiseren dat het rendement twee grote vijanden heeft: te hoge en markt-timing. Het is in de afgelopen jaren gebleken dat de kosten fors omlaag konden. Minder makkelijk is het om in tijden van stress vast te houden aan het principe dat een beleggingshorizon langer is dan een week. Het grote gevaar is dat men toegeeft aan de schijnbaar onvermijdelijke drang om iets te doen, bijvoorbeeld door te verkopen op de bodem.



Het tweede type correctie is een bear-markt-correctie, typisch een correctie van meer dan 20% die ook veel meer tijd in beslag neemt en vaak gepaard gaat met een (winst)recessie. Daar waar na een bull-markt-correctie vaak een V-vormig herstel volgt, kan een bear-markt langere tijd aanhouden. Verschil tussen de twee correcties is de vraag of er wat is gewijzigd in de onderliggende fundamentele factoren waardering, liquiditeit en economische groei. In deze publicatie gaan wij uitgebreid in op deze factoren en handhaven onze positieve visie op de aandelenmarkt.



# Beleggingsmix

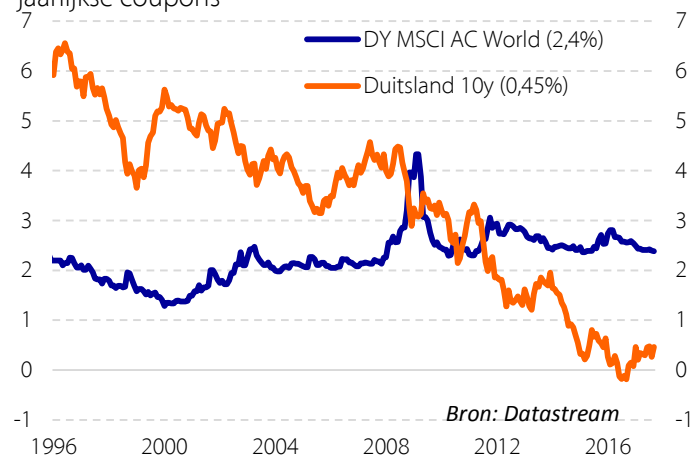
## Weinig alternatieven voor aandelen

Wij overwegen aandelen in de beleggingsmix. De winstontwikkeling is leidend voor aandelen, en met een aantrekkende wereldeconomie, lage inflatie, een lage rente en zwakkere dollar zijn de vooruitzichten goed. Het cijferseizoen over het derde kwartaal gaat binnenkort van start. Zolang de winstgevendheid van het bedrijfsleven kan blijven verbeteren, worden de negatieve effecten van een minder stimulerend beleid van centrale banken gecompenseerd.

### Weinig alternatieven

Over de eerste negen maanden van het jaar is het verrassend rustig gebleven op de financiële markten. Dat is opmerkelijk, gegeven de onzekerheden die er zijn over Noord-Korea, de exitstrategie van centrale banken, de onderhandelingen over de Brexit en de onzekerheid over het beleid van Trump. Eén van de redenen voor die voor rust is het herstel van de wereldeconomie. Voor het eerst sinds 2010 is er sprake van een synchrone economische opleving. Alle regio's dragen bij en zowel de consumptie als investeringen stijgen. Desondanks blijft de inflatedruk gematigd, waardoor centrale banken geen haast hoeven te maken met de uitvoering van de exitstrategie. Dit typeert het huidige beleggingslandschap dat in onze ogen voorlopig bevorderlijk blijft voor aandelen in de portefeuille.

Dividendrendement een veelvoud van jaarlijkse coupons



Aandelenbeleggingen presteren dit jaar dan ook beter dan obligaties. De aandelenwereldindex is in dollars dit jaar met 17% gestegen. Tegelijkertijd is de dollar wel met 12% gedaald versus de euro. En aangezien de wereldwijde aandelenmarkt voor ruim 60% uit dollarbeleggingen bestaat, blijft er in euro over de eerste negen maanden een rendement over van ongeveer 5%. Dat is beduidend beter dan het gemiddelde voor Europese obligaties. Een belangrijke bijdrage hieraan komt van het dividendrendement van de wereldindex, dat is een veelvoud van het couponrendement.

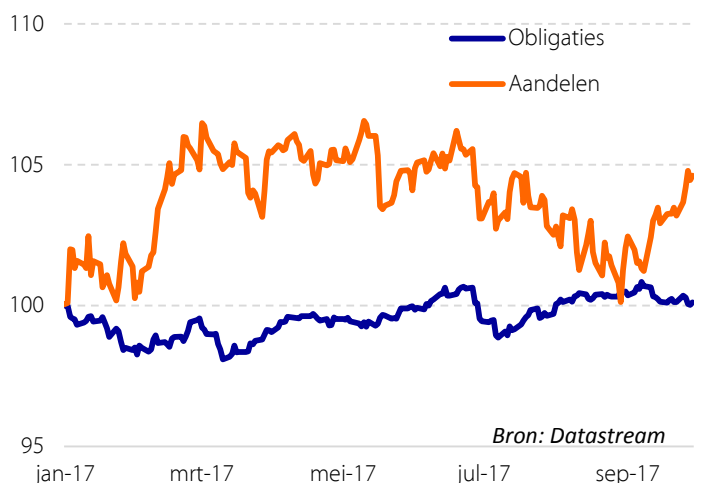
We verwachten in de komende tijd dat het rendementsgat tussen aandelen en obligaties gaat oplopen.

De aanvangsrendementen bij obligaties zijn vandaag de dag dusdanig laag

dat eventuele koersverliezen als gevolg van een rentestijging niet gecompenseerd kunnen worden. Waar voor de GFC veilige obligaties en liquiditeiten een rendementsalternatief vormden, is dat vandaag de dag niet het geval. Net zo belangrijk als dit gegeven, dat vooral 'veilige' obligaties onaantrekkelijk maakt, is dat de risicorendementsverhouding voor obligaties in de komende tijd gemiddeld genomen slechter is dan aandelen. En dat is niet altijd zo geweest. Een grotere allocatie naar aandelen en andere segmenten binnen het internationale obligatieuniversum biedt een betere benutting van het risicobudget bij de verschillende doelrisicoprofielen.

Zelfs laat in deze cyclus weinig alternatieven voor aandelen

Performance aandelen is goed, ondanks geopolitieke onzekerheden



# Aandelen Core

## Actief op de weg terug

Het merendeel van de actieve fondsen verslaat dit jaar de passieve index en dat is een prestatie die we sinds de financiële crisis niet hebben gezien. Wij geloven in de combinatie van passieve indexproducten, factorfondsen en actieve satellieten.

### Actief beleggen scoort dit jaar beter

Meer dan de helft van de actieve aandelenfondsen versloeg in het eerste halfjaar hun passieve tegenhanger. Nu oogt dat niet spectaculair, want het is toch niet zo vreemd dat de helft boven en de andere helft onder het gemiddelde (het indexfonds) zit. Maar in de afgelopen tien jaar versloegen passieve fondsen min of meer routinematig actieve fondsen, waarbij typisch 90% of meer achterbleef bij het passieve alternatief. Er zijn verschillende redenen die er voor zorgden dat passieve fondsen in de afgelopen tien jaar zo goed konden presteren. Voorafgaand aan de Grote Financiële Crisis die medio 2007 begon, keken beleggers vooral naar fundamentele ontwikkelingen. Doordat beleggers zich meer gingen richten op macrofactoren en monetair beleid nam de samenhang tussen de verschillende beleggingen sterk toe. Een hoge samenhang (correlatie) maakt het lastig om in zo'n risk-off/ risk-on-omgeving een betere prestatie dan de index neer te zetten. Een goede individuele selectie wordt dan niet beloond. In de afgelopen tien jaar is de omvang van passief beleggen ook sterk toegenomen. Wellicht lijkt de omvang van 20% van het totaal nog bescheiden, maar financiële regelgeving als Solvency II en Bazil III hebben er voor gezorgd dat veel institutionele beleggers zich steeds meer op de index gingen richten. Ook de actieve beheerders worden over steeds kortere periodes, soms zelfs maanden of kwartalen, de maat genomen. Door de crisis is het carrièrerisico voor beleggers sterk toegenomen. Als individu kan je beter met de stroom meegaan, en met z'n allen fout zitten, dan in je eentje goed. De groei van passief beleggen heeft er ook voor gezorgd dat deze strategie moeilijk was te verslaan. Als er elk jaar honderden miljarden conform de index worden belegd, terwijl er geld wordt onttrokken bij actieve beleggers, is het niet

vreemd dat de passieve belegging beter presteert.

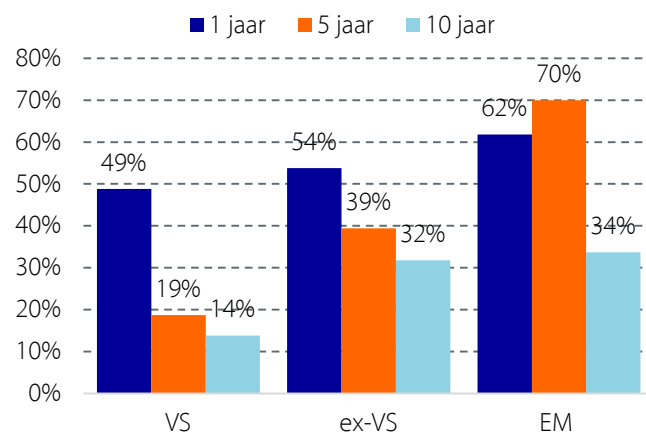
Maar dit jaar is er dus een kentering. Het einde van het onconventionele en versturende monetaire beleid is in zicht. Doordat voor het eerst in vele jaren de economische groei aantrekt en ook de winsten weer stijgen, durven beleggers weer te kijken naar de fundamentele. Het verschil tussen winnaars en verliezers is groter dan voorheen, met als gevolg dat de samenhang binnen en tussen markten is afgenomen. Lagere correlatie betekent dat het eenvoudiger is geworden om alfa te genereren. Ook wordt de regulering rondom Solvency II en Bazil III minder strikt uitgelegd dan voorheen. Belangrijk is ook dat de kosten bij actieve fondsen in de afgelopen tien jaar sterk naar beneden zijn gekomen. Vooral dankzij de versturende innovatie van passieve indexfondsen.

Actief verslaat eindelijk passief

### Actieve keuzes sturen economie

Als er meer actief wordt belegd dan is dit ook goed nieuws voor de economie. Een nadeel van indexbeleggen is dat het een soort Marxistische allocatie is van kapitaal, gebaseerd op de omvang van een bedrijf in de index en niet op de marginale productiviteit (winstgevendheid). Het bestaansrecht van de financiële sector bestaat uit haar sociale nut om te zorgen voor een zo efficiënt mogelijke allocatie van kapitaal. De normalisatie van het monetaire beleid die dit mogelijk maakt, werkt niet remmend, maar is juist stimulerend voor de economie.

### Percentage actief dat passief verslaat

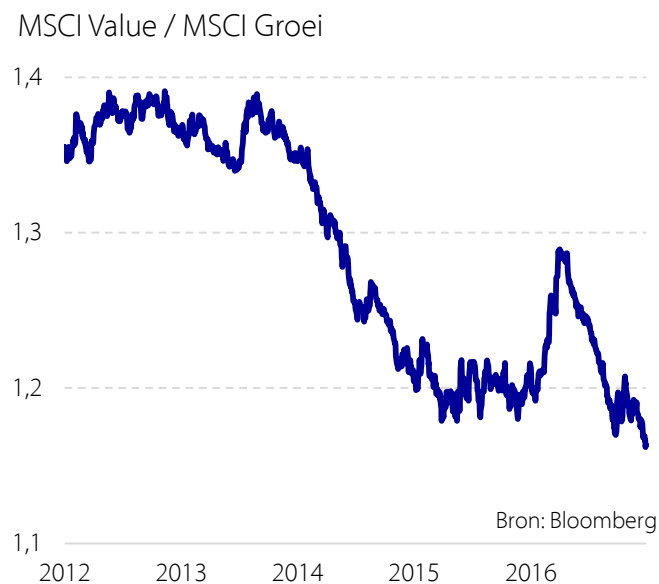


Bron: Morningstar (tot 1 juli 2017)

# Aandelen Factor

## Value uit de gratie

Binnen aandelen hanteren we een driedeling die bestaat uit een passief ingevulde core, een kwantitatief factordeel en actief ingevulde satellieten. Door de lage kosten en de fiscaal transparante structuur is het mogelijk dat de passieve core structureel de index verslaat. In het factordeel willen wij daar bovenop factorpremies incasseren. Onze inschatting is dat die factorpremie tussen de 1% en de 2% ligt op lange termijn.



### Moeilijk jaar voor value

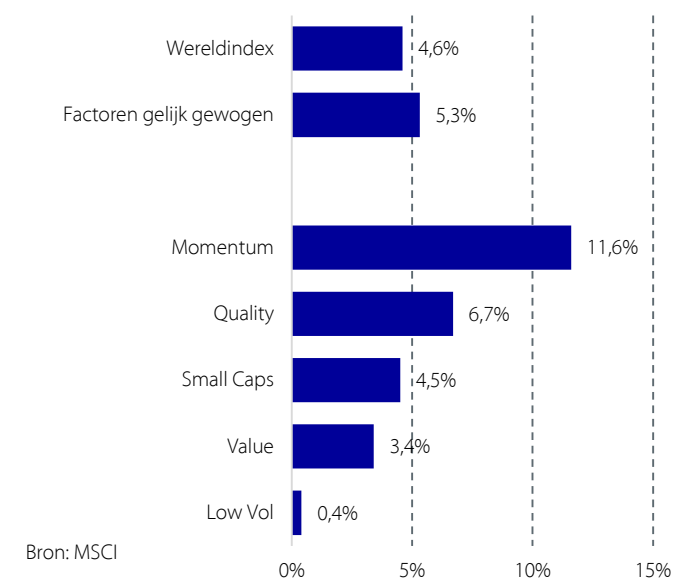
Eén van de vijf factoren in het factordeel is de factor value. Die blijft al langere tijd achter bij de markt, vooral door de sterke prestatie van hun tegenpool, de groeiaandelen. Dat is ook zichtbaar in de grafiek waar beide groepen op elkaar zijn gedeeld. Groeiaandelen profiteren zowel van de lage volatiliteit als van de lage rente. Het waarderingsverschil tussen value en groei is in de afgelopen jaren sterk opgelopen. Een pure value-belegger blijft achter bij de markt, maar door value-beleggen te combineren met andere factoren wordt het leed verzacht, zeker als factoren als momentum en kwaliteit juist veel beter presteren dan het marktgemiddelde.

### Sterke prestatie momentum en kwaliteit

De lage rente en de lage volatiliteit heeft er voor gezorgd dat groei-aandelen wederom beter presteren dan value-aandelen. Vooral het positieve momentum in zwaar gekapitaliseerde IT-bedrijven is opvallend. Dat was eerder al zichtbaar toen het acroniem FANG (voor Facebook, Amazon, Netflix en Google) werd bedacht. Deze zwaargewichten presteren niet alleen koersmatig goed, ze dragen als het ware ook de index. Actieve beleggers met een gespreide portefeuille zitten al snel onderwogen in deze zwaargewichten in de index, zeker als de koers sterk is opgelopen. Momentum is een factor die intuïtief niet altijd goed aanvoelt. De strategie van aandelen hoog kopen en weer hoger verkopen werkt echter keer op keer. Het najagen van performance geeft wel het gevoel van achter de markt aan te lopen en moet daarom alleen systematisch worden ingezet. Alleen machines en niet mensen kunnen de strategie goed uitvoeren. Momentum zorgt er voor dat verliezen worden beperkt en dat winnaars langer in portefeuille blijven. Dat terwijl psychologisch beleggers moeite hebben om verliezers in portefeuille te verkopen en te snel de neiging hebben om winst te nemen op goed renderende posities.

Momentum en kwaliteit profiteren van de lage rente en de relatieve rust

Factoren versus de markt negen maanden 2017



# EM/Frontier markten

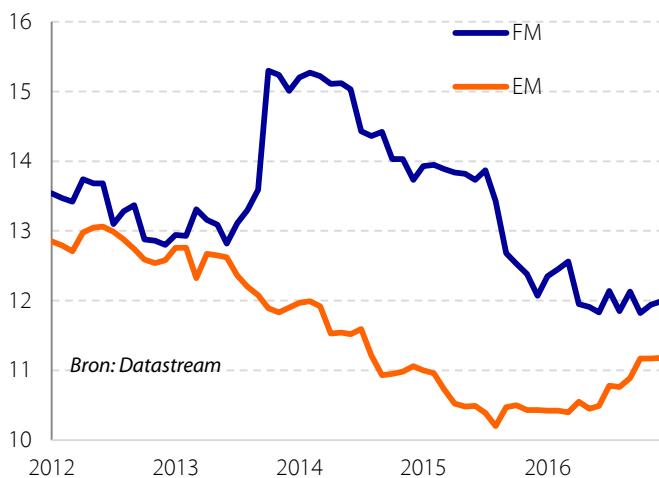
## Meer naar frontier markten

Wij hebben het belang in frontier markten verhoogd ten laste van opkomende markten. Als gevolg hiervan hebben beide satellieten een gewicht van 5%. Bedrijven in frontier markten bieden een gunstiger lange termijn winstvooruitzicht, betere diversificatievoordelen, meer alfamogelijkheden en zijn lager gewaardeerd dan aandelen uit opkomende markten.

### Focus op structurele ontwikkeling

Dit jaar presteren frontier en opkomende markten goed. Opkomende markten presteren zelfs beter dan frontier markten, met een total return van 14% tegen 11%. Na deze goede performance hebben we het belang van opkomende markten teruggebracht ten gunste van frontier markten. Met het oog op de lange termijn zien we meer rendementskansen in frontier markten. Bedrijven in landen als Argentinië, Nigeria, Marokko, Kenia, Kazachstan en Roemenië kunnen bovengemiddeld profiteren van de verbetering van de fundamenteën in die landen. Het hervormingsdividend is in die landen nog lang niet uitgeput. In vergelijking met de opkomende markten moet het proces nog goed op gang komen.

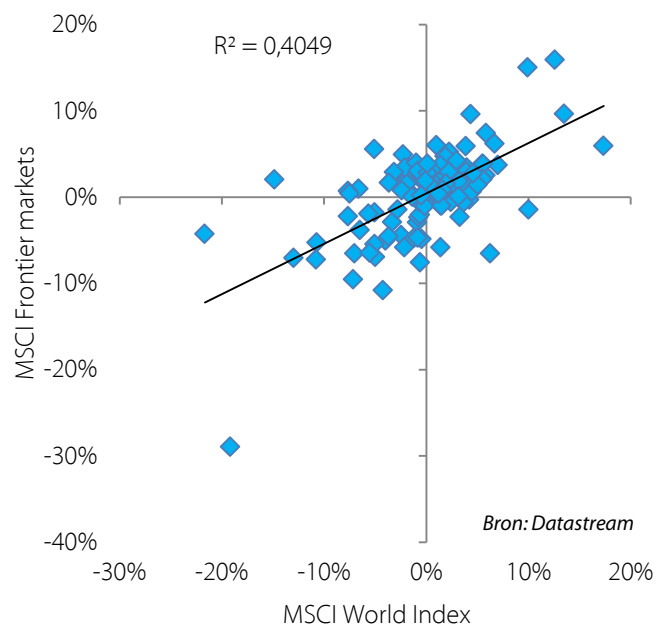
Rentabiliteit FM versus EM



Bedrijven in frontier markten hebben mede hierdoor een gunstiger lange termijn winstvooruitzicht. De gemiddelde rentabiliteit is hoger dan die voor de opkomende markten, terwijl de waardering lager is. Maar het belang in de totale marktkapitalisatie is nog extreem laag. Het is vergelijkbaar met de positie van opkomende markten ruim 30 jaar geleden. De marktkapitalisatie is nu nog slechts 0,3% van het totaal. Tegen inmiddels 12% voor opkomende markten. Dit gaat naar verwachting in de komende jaren veranderen. Voor wie er vroeg bij is, is er de mogelijkheid om ook te profiteren van de upgrade van landen naar de opkomende markten index. Dit zagen we bijvoorbeeld met aandelen uit Pakistan en eerder met Qatar en de Verenigde Arabische Emiraten. Omdat frontier markten vaak geen of een onderschoven aandachtsgebied zijn voor institutionele beleggers en analisten, zijn er ook meer alfamogelijkheden. Daarnaast is de demografische opbouw van frontier markten beter dan die van opkomende markten. Zo heeft China ook te kampen met vergrijzing, terwijl de gemiddelde opbouw in frontier markten gezond is. Tot slot zijn er via de exposure naar frontier markten betere diversificatievoordelen te behalen. De correlatie van frontier markten met ontwikkelde markten bedraagt 0,6. Voor opkomende markten bedraagt die 0,85.

Frontier markten zijn vandaag vergelijkbaar met opkomende markten 30 jaar geleden.

Correlatie FM met World Index relatief gering



# Europa/Frankrijk

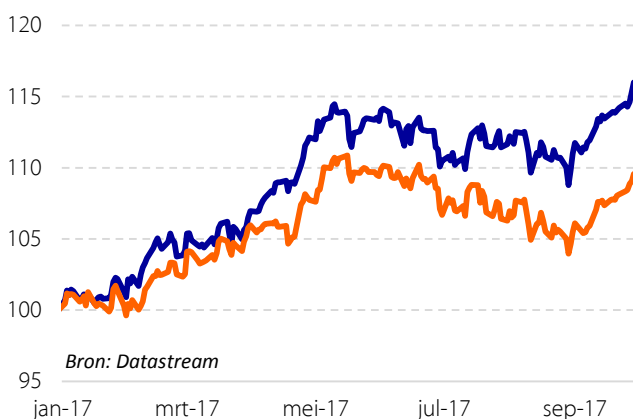
## Inhaalslag in de maak

Dit jaar zijn Europese aandelen aan hun inhaalslag begonnen versus Amerikaanse aandelen. De economische cyclus in de eurozone is nog vrij jong en de winstontwikkeling heeft nog een lange weg te gaan. De waardering van Europese aandelen vormt hierbij geen belemmering. We verwachten daarom dat in de komende tijd de inhaalslag aan kracht gaat winnen. Vooral de vooruitzichten voor Europese small caps blijven goed.

### Kansen in Europese small caps ...

We zien bovengemiddelde kansen in Europese small caps. Die zijn gevoeliger voor de bewegingen van de conjunctuur en minder gevoelig voor bewegingen van de euro. Ze profiteren dan ook meer dan large caps van het sterke economische momentum en de afgenomen politieke risico's in Europa. Dat zien we dit jaar terug in de prestaties: tot en met september 11% voor small caps tegen 5,5% voor de mid- en largecap index (die wordt gedomineerd door large caps).

Performance Europese small caps versus mid/large caps



En dat momentum is wat ons betreft nog niet voorbij. Want er lijkt geen einde te komen aan het sterke vertrouwen onder producenten in de eurozone. Zo rapporteren producenten een sterke orderinstroom en een grotere bereidheid personeel aan te nemen. Dit is een goed teken voor de arbeidsmarkt en de

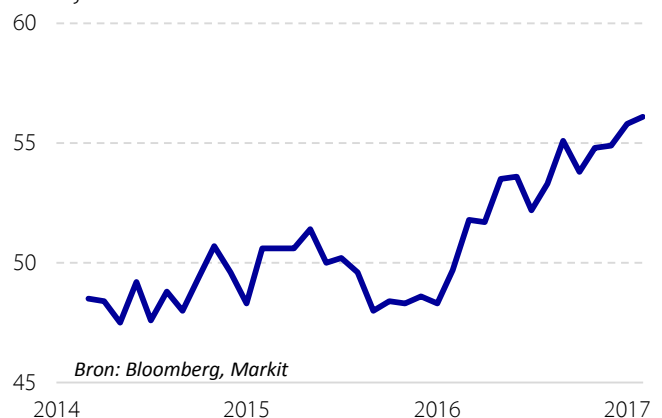
economische groei in de komende maanden. Het ziet er naar uit dat de sterke groei in het tweede kwartaal (+0,7%) zich min of meer gaat herhalen in het derde kwartaal. Dit is positief voor de winstcijfers. We zien de positieve stemming ook terug in de commentaren van beursgenoteerde bedrijven in de eurozone. De gemiddelde winstgroei over het tweede kwartaal bedroeg circa 12%. Ook voor de komende kwartalen blijven de vooruitzichten goed. De verwachte winstgroei voor de komende 12 maanden is circa 10%. Die voor small caps komt naar verwachting hoger uit, door de gevoeligheid voor de Europese conjunctuur. Ook werkt een stijging van de euro minder negatief door in de winstgevendheid.

Economisch momentum biedt kansen voor small caps

### ...en Frankrijk

Van het optimisme over Macron bij zijn verkiezingsoverwinning is op de beurs nog weinig te merken. De Franse beurs (CAC 40 Index) ging in aanloop naar de verkiezingen flink omhoog, maar heeft in de maanden daarna de winst prijs gegeven. Dat kan in de komende tijd nog wel veranderen. Emmanuel Macron is namelijk voortvarend begonnen met het doorvoeren van arbeidsmarkthervormingen. Daarmee lijkt de regering er in te slagen om belangrijke aspecten van zijn agenda door te voeren. Dat stemt ook positief voor de kansen op een verlaging van de winstbelasting van 33% naar 25%. Sinds lange tijd zijn producenten in de maakindustrie weer optimistisch gestemd over de toekomst. Het producentenvertrouwen staat inmiddels op het hoogste niveau in meer dan vijf jaar. Samen met een redelijke waardering, maakt dat Franse aandelen kansrijk. Deze zijn met een koerswinstverhouding van circa 14,5 niet duur.

Inkoopmanagersindex voor de industrie Frankrijk



# Verenigde Staten

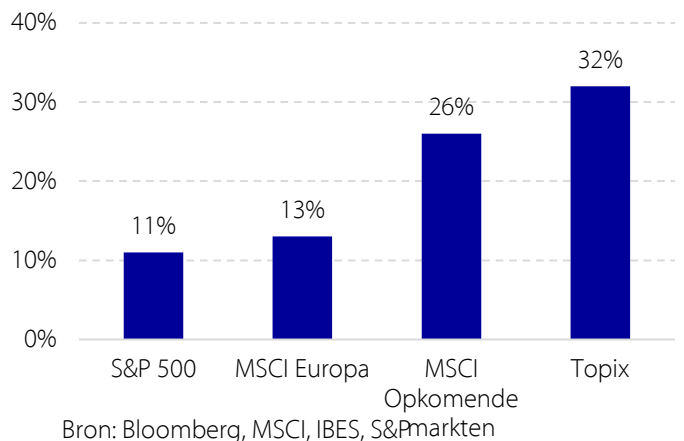
## Onderwegen in portefeuille

De bull-markt in Amerikaanse aandelen is zijn negende jaar ingegaan en dit jaar is de SP 500-index al 44 keer op een recordstand gesloten, de Nasdaq zelfs 57 keer. Bij elke nieuwe recordstand lijken de neerwaartse risico's groter te worden.

### Dertig jaar na de grote crash

Het is deze maand dertig jaar geleden dat de crash op 19 oktober 1987 zorgde voor de grootste procentuele koersdaling in één dag. Die dag daalde de aandelenmarkt met maar liefst 23%. De kans op een herhaling lijkt klein, al zit er wel een analogie tussen program trading, programma's die automatisch gingen verkopen toen de stop-loss werd geraakt, toen en het op algoritmes gebaseerde high-frequency-trading nu. In 1987 werd ook gesteld dat de markt op 20 keer de winst te duur was geworden, al duurde het nog geen jaar voordat de verliezen waren hersteld. In de jaren tachtig ontwikkelde Robert Shiller ook zijn voor de cyclus gecorrigeerde koers-winstverhouding, ook wel bekend als Shiller-PE of CAPE (Cyclical Adjusted Price Earnings ratio). De Shiller-PE staat nu voor Amerikaanse aandelen op een stand van 31. Slechts twee keer in de geschiedenis waren Amerikaanse aandelen duurder. Vlak voor de Grote Depressie in 1929 op 32,5 en eind jaren negentig net voor het doorprikken van de dotcomzeepbel op 44. De vergelijking met 1929 stopt niet bij de waardering. Ook toen stegen de winsten sterk, met 20% in het jaar voorafgaand aan de piek. Ook toen was de volatiliteit laag. Toch is het nooit de waardering die bepaalt waar de top ligt. Het is vooral sentiment. En dan zijn de verschillen groot. In de roerige jaren twintig had men het gevoel dat er een nieuwe tijd aan zou breken. Er was volop ruimte voor optimisme. Dat terwijl de afgelopen negen jaar vooral gevuld was met pessimisme waarin het nieuwe normaal en structurele stagnatie er voor zouden zorgen dat onze kinderen slechter af zouden zijn dan de huidige generatie. Dat lijkt nu te veranderen. De groei van de wereldeconomie versnelt, inflatie is ondanks de sterke banengroei geen probleem en centrale bankiers kunnen daardoor op hun handen zitten.

Winstgroei per aandeel 2017

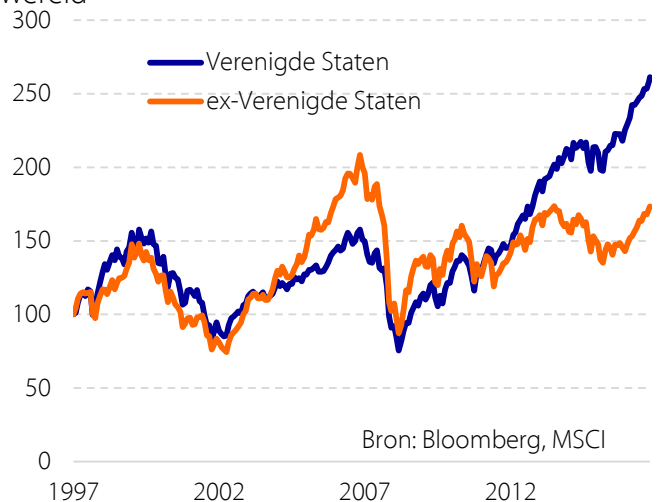


### Waardering pleit voor onderweging Amerikaanse aandelen

Er zijn verschillende verklaringen voor het opgelopen waarderingsverschil tussen de Verenigde Staten en de rest van de wereld. Het beleid van de Fed, de flexibiliteit van de Amerikaanse economie en het ontstaan van platformbedrijven die uitstekend profiteren van globalisering en de IT-revolutie. Feit blijft dat zorgen over een hoge waardering voor Amerikaanse aandelen, niet per se van toepassing zijn op aandelen buiten de Verenigde Staten. Soms zijn deze aandelen verrassend goedkoop, juist in een tijd dat monetair beleid bijna alles duur heeft gemaakt. Tijd voor een inhaalslag, geholpen door een zwakkere dollar, aantrekkende wereldeconomie en meer optimisme ten aanzien van de toekomst waardoor ook Amerikanen bereid zijn om meer risico te nemen in de vorm van buitenlandse aandelen.

Bijna dagelijks nieuwe records

Koersontwikkeling aandelen VS vs rest wereld





# Japan

## Japan 25 jaar later

Na een stagnatie van een kwart eeuw heeft de Japanse economie de crisis achter zich gelaten. De belangrijke Tankan-indicator kwam op het hoogste niveau uit sinds het uiteenspatten van de zeepbel begin jaren negentig. Wij hanteren een overweging voor Japanse aandelen in portefeuille. Het is op dit moment zelfs de satelliet met het zwaarste gewicht.

### **Sterke winstgroei, lage waardering**

Japanse bedrijfswinsten staan op recordniveaus, maar de aandelenkoersen zijn daarbij achtergebleven. En er is nog volop ruimte voor hogere winsten. Japanse bedrijven beschikken nog over een grote hoeveelheid niet-renderende liquiditeiten die ingezet kunnen worden om de winstgevendheid te verbeteren. Hoewel Japan de laagst gewaardeerde regio is, zitten beleggers nog altijd onderwogen Japanse aandelen. Gemiddeld genomen is het gewicht van Japan in portefeuilles 6,3% tegen een gewicht van 8,7% in de wereldindex. Dat betekent dat vooral Japanners (bedrijven en particulieren) Japanse aandelen aanhouden. Waarschijnlijk kopen zij bij omdat grote institutionele Japanse beleggers steeds meer opschuiven van obligaties (die ze feitelijk aan de Bank of Japan verkopen) naar aandelen. Het monetaire beleid van de Bank of Japan zal nog lange tijd ruim blijven, zeker als Kuroda volgend jaar wordt herbenoemd door Abe. Daar waar in de Verenigde Staten de afbouw van het onconventionele beleid is begonnen en in de eurozone de ECB elk moment kan aankondigen dat men gaat stoppen met het opkopen van obligaties, is het einde in Japan nog niet in zicht. De inflatie wereldwijd komt lager uit dan verwacht en ook in Japan blijft de inflatie ver achter bij de doelstelling. Een sterkere munt kan de inflatie verder drukken.

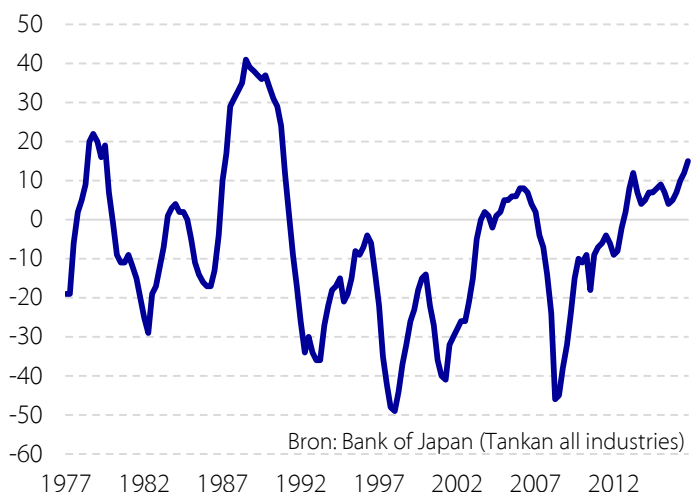
### **Steeds meer voorkeur voor actief beheer**

Een sterke economische groei zonder inflatie is een prima omgevingsklimaat voor aandelen, met uitzondering wellicht van de financiële sector. De rente is niet alleen extreem laag, maar de rentestructuur is ook extreem vlak. Dat is een direct gevolg van het opkoopbeleid dat niet langer gebaseerd is op een

hoeveelheid, maar op de prijs (rente) van de 10-jaars staatslening. Bovendien hebben Japanse bedrijven voldoende liquide middelen en hoeven ze niet naar de bank voor krediet. Dat pleit dus voor een actieve benadering, aangezien 10% van de index bestaat uit banken en verzekeraars. Japanse bedrijven zijn vooral sterk in het verder ontwikkelen van nieuwe technologieën en daaraan is op dit moment volop behoefte. Of het nu gaat om robotisering, de toepassing van nieuwe materialen, het verbeteren van batterijtechnologie of oplossingen voor vergrijzing of alternatieven voor fossiele brandstoffen. Japan is daarin verder dan de rest van de wereld wat een gezonde basis legt voor meer export.

Beleggers houden nog altijd onvoldoende Japanse aandelen in portefeuille.

### Ondernemersvertrouwen Japan



### **Een sterke economie heeft een sterke munt**

De Japanse yen is goedkoop. Op basis van koopkrachtpariteit staat de munt zelfs op het laagste niveau sinds 1985. De yen kan met 15% stijgen en blijft zelfs dan nog goedkoop. Dek daarom het valutarisico niet af op Japanse aandelen, ook al niet omdat de yen fungeert als veilige haven in tijden van crisis. Dat vluchthaveneffect komt omdat Japanners erg rijk zijn en relatief veel actieve aandelen buiten Japan. In onrustige tijden repatriëren zij een deel van die middelen, zelfs op het moment dat er een Noord-Koreaanse raket overvliegt.

# Pacific

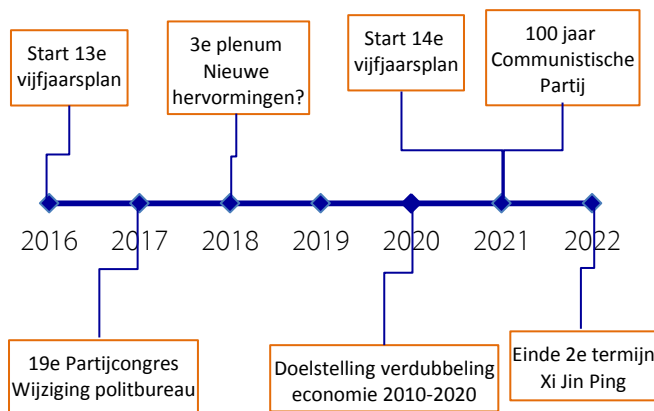
## Verdere integratie

De beleggingswereld is onderverdeeld in ontwikkelde markten en opkomende markten. Afgezien van de downgrade van Griekenland naar opkomende markt, is die indeling al jarenlang stabiel. Door globalisering en het ontstaan van liquide marktplaatsen met een regiofunctie begin deze indeling vooral in Azië te knellen. Zeker nu het Chinese One Belt- One Road (OBOR)-initiatief zal zorgen voor verdere integratie van de regio.

### Ontwikkeld Azië (Pacific)

De ontwikkelde markten van de Pacific bestaan uit Japan, Australië, Nieuw Zeeland, Singapore en Hongkong. Wel ontwikkeld, maar onderdeel van opkomende markten zijn Zuid-Korea en Taiwan. Maar ook andere opkomende markten in Azië, met China voorop hebben zich in de afgelopen jaren ontwikkeld. Toch willen de leveranciers van indices niet zo ver gaan om het aantal ontwikkelde markten uit te breiden. Helaas spelen daarbij ook commerciële overwegingen een rol.

### Uitdagende politieke agenda China



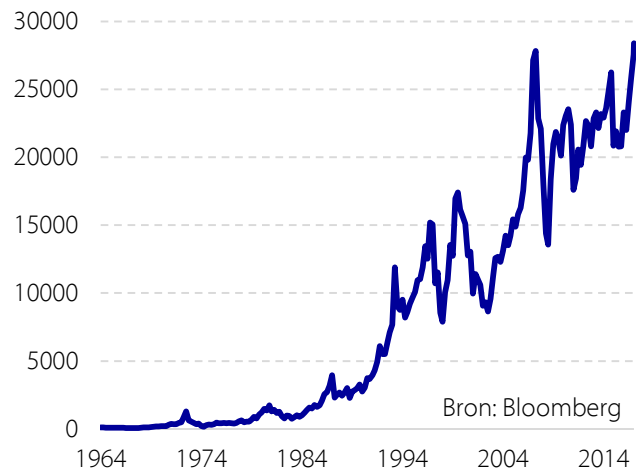
Bron: Gavekal Dragonomics

### Opkomend Azië

China speelt een belangrijke rol in Azië. Voor veel landen in Azië is China het belangrijkste exportland en nu de Chinese economie zich verder opent, worden er meer zaken gedaan met China. China is inmiddels de tweede economie ter wereld en zelfs voor Japan (nu de derde economie) is China belangrijker

geworden. De opkomst van China is ook goed zichtbaar in de beurs van Hongkong waar van oudsher Chinese bedrijven (Red chips) staan genoteerd.

### Hang Seng Index



### Integratie

De beurs van Hongkong is ook een hybride platform. Deels zijn er ontwikkelde bedrijven genoteerd, deels worden bedrijven ingedeeld bij opkomende markten. Nu is Hongkong een zeer liquide marktplaats met goede wet- en regelgeving waar ook bedrijven uit opkomende markten uit de regio graag een notering aanvragen. Zelfs westerse bedrijven als Prada en Samsonite, waarvoor China de belangrijkste afzetmarkt is, hebben tegenwoordig een hoofdnotering in Hongkong. Naast Hongkong is ook Singapore een financieel centrum geworden met een regiofunctie. Het gevolg is dat een actieve belegger in de Pacific niet gehinderd moet worden of een bedrijf nu in een opkomende of een ontwikkelde markt is genoteerd. Doordat in Azië relatief veel conglomeraten zijn genoteerd waarbij bijvoorbeeld in het geval van China de staat een belangrijke rol speelt, ligt een actieve invulling van de Aziatische portefeuille voor de hand. Op dit moment overwegen we zowel Japan, ontwikkeld-Azië ex-Japan (samen de Pacific) als opkomende Azië.

OBOR werkt feitelijk een soort Marshallplan voor de Aziatische regio. Naast diepte-investeringen zal het ook zorgen voor meer financiële stabiliteit. Dat maakt de regio aantrekkelijk voor beleggers.

# Robotica

## Auto's en banen

Een belangrijke ontwikkeling is de opkomst van zelfrijdende elektrische auto's. Dit kan de maatschappij sterk veranderen. Niet in de laatste plaats omdat het beroep chauffeur nu nog het populairste beroep is voor mannen.

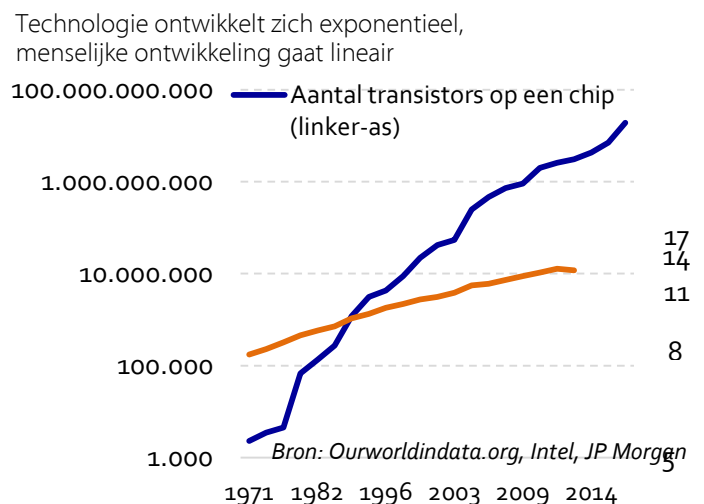
### Disruptie in de auto-industrie

Merkel vreest dat de Duitse auto-industrie de boot mist als het gaat om de overgang naar alternatieve energiebronnen. Duitsland wil vanaf 2030 geen auto's meer toestaan die uitsluitend op fossiele brandstoffen rijden. Ook India hanteert 2030 als deadline. Het Verenigd Koninkrijk en Frankrijk willen pas in 2040 om. Nederland en Noorwegen al in 2025. Ook China overweegt zo'n stap. Door de omvang van China heeft dat veel impact. Vorig jaar werden er wereldwijd 94 miljoen nieuwe auto's verkocht, waarvan 28 miljoen in China. In verschillende Chinese steden zijn dit jaar benzine aangedreven bromfietsen in de ban gedaan. Nu rijden er miljoenen elektrisch aangedreven bromfietsen. China kan dus snel schakelen. Het Chinese Volvo wil vanaf 2019 alleen nog maar elektrisch aangedreven en hybride auto's maken. Wat dat betreft oogt 2030 en zeker 2040 weinig ambitieus. Volgens de universiteit van Stanford zullen er in 2040 geen met fossiele brandstoffen aangedreven auto's meer op de weg zijn. De economische gevolgen van de overgang naar elektrisch zijn groot. Het oliegebruik zal met miljoenen vaten per dag afnemen, terwijl het elektriciteitsverbruik fors stijgt. De omvangrijke Duitse auto-industrie worstelt nog met het dieselschandaal. Ook op het gebied van elektrische auto's blijft Duitsland achter. Nu is de financiële impact nog klein. Vorig jaar was slechts 0,6% van de nieuwe auto's puur elektrisch. Frankrijk doet het beter. De Franse auto-industrie is in de afgelopen decennia weliswaar gedecimeerd (zelfs het Verenigd Koninkrijk produceert meer auto's dan de Fransen). Maar Peugeot, Citroen en Renault staan op één, twee en drie van de lijst van producenten met de laagste CO2-uitstoot. De Frans-Japanse automaker Renault-Nissan heeft bijna 50% marktaandeel op de markt voor Europese elektrische auto's, drie keer groter dan Tesla. Daarna komen pas

de Duitsers. Zelfs in de Duitse thuismarkt bestaat de top 3 elektrische auto's uit buitenlandse modellen. Een traditionele auto heeft zeven keer meer essentiële onderdelen dan een elektrische auto. Dat betekent ook een forse adering voor de toeleverende industrie. De impact is nog groter met de komst van zelfsturende auto's. Dat maakt het gemakkelijker om auto's te delen en dan zijn meer mensen te vervoeren met minder auto's. Merkel heeft reden om bezorgd te zijn. Binnen Europa hebben wij een voorkeur voor Franse aandelen, vooral ingegeven door de hervormingsagenda van Macron.

### Robots kosten banen, niet op lange termijn

Globalisering is een belangrijke reden dat westerse lonen niet stijgen. In crisistijden sluiten de duurste fabrieken in landen met de hoogste lonen. Na de crisis keren die banen wel terug, maar dan in de fabriek (het land) met de laagste lonen. Met behulp van technologie krijgen ook de banen in de dienstensector meer concurrentie. Dankzij telemigratie via platforms als Upwork, Freelancer, Fiverr etc. globaliseert de arbeidsmarkt verder. Ook het automatisch vertalen via machines is niet langer een Star Trek-fictie: Google Translate, Skype Translator en YouTube Auto-Translate zorgen dat taal steeds minder een barrière is. Daarnaast versnelt de automatisering en de robotisering. Dat zorgt voor een hogere productiviteit (wat hogere lonen mogelijk maakt) maar vooralsnog is dat vooral zichtbaar in lagere prijzen en steeds meer zaken die 'gratis' worden. Daardoor stijgt de welvaart, maar de behoeftes van mensen zijn onbegrensd. Dat zorgt er voor dat er ook in de toekomst voldoende banen zijn, alleen weten we waarschijnlijk nog niet hoe die er uit zien.



# Aandelenportefeuille

## Core-factor-satellite

In actieve portefeuilles maken we een driedeling tussen core, het factordeel en de satellieten. Elk deel op zich moet in staat zijn om het belegbare benchmark alternatief te verslaan, terwijl er tegelijkertijd sprake is van een evenredige verdeling van het risicobudget. In de core doen we dit door de kosten laag te houden en dividendlekkage te repareren. In het factordeel worden op lange termijn de vijf factorpremies geogost. Daardoor ontstaat bij de satellieten voldoende ruimte voor een meer opportunistische benadering naar landen, regio's en thema's. Bij elkaar een actieve portefeuille. Niet door veel te handelen, maar door bewuste afwijkingen van de index.

### Lage volatiliteit, goede rendementen

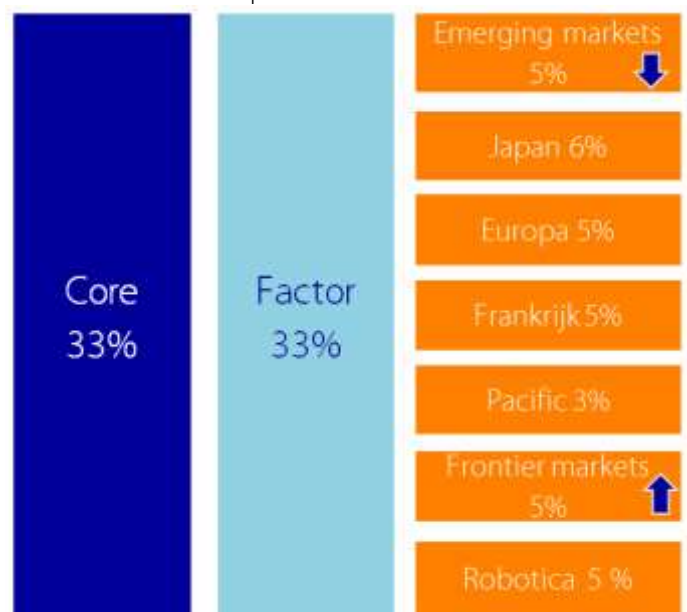
Meestal wordt volatiliteit in de financiële wereld gezien als risico, maar voor actieve beleggers is volatiliteit een kans. Zonder volatiliteit is er immers geen mogelijkheid om beleggingen laag te kopen en hoog te verkopen. Dat lijkt relatief simpel, maar 'timing' van beleggingen is de enige bron van alfa: een beter rendement dan de markt, gecorrigeerd voor het risico. Er zijn verschillende manieren om rendement te corrigeren voor het risico. In 1966 ontwikkelde William Sharpe een naar risico gecorrigeerde maatstaf. Het rendement wordt vergeleken met het risicovrije rendement en dat verschil wordt gedeeld door de standaarddeviatie (volatiliteit). De aanname ook hier is dat volatiliteit een vorm van risico is. Men zou ook kunnen stellen dat volatiliteit een kenmerk is van actief beleid en de Sharpe ratio geeft dan aan in hoeverre men daarmee succesvol is geweest. Probleem is echter dat de benchmark in dit geval bestaat uit het risicovrije rendement. De lat ligt daarmee niet erg hoog en aanbieders spelen hierop actief in door producten aan te bieden met een hoge Sharpe-ratio. Minder makkelijk wordt het als het rendement wordt vergeleken met de benchmark. De information ratio zet het rendement boven of onder een bepaalde benchmark af tegenover het risico dat hoort bij dit

verschil in rendement. Het actieve rendement wordt gedeeld door het actieve risico, ook wel tracking error genoemd. Een lage tracking error met een hoog actief rendement zorgt voor een hoge information ratio. Maar de lage volatiliteit dit jaar vertekent wel het beeld. De lage volatiliteit zorgt voor een lagere tracking error, maar de eveneens lage correlatie zorgt er wel voor dat de verschillen tussen beleggingen groter zijn. Als de keuzes dan ook nog goed uitpakken, krijg je al snel prima statistieken.

Profielen	Volatiliteit	Sharpe	Beta	Tracking error	Information Ratio
Defensief	2,4%	2,0	0,7	1,3%	2,3
Neutraal	3,3%	2,4	0,8	1,3%	2,2
Offensief	4,4%	2,4	0,8	1,3%	2,2
Zeer Offensief	5,7%	2,4	0,8	1,3%	2,0

De cijfers in de tabel zijn over het een periode van een jaar. Dat is eigenlijk te kort om een conclusie te trekken, het is ook meer een gevolg van de laag volatiele omgeving van de afgelopen twaalf maanden. Verder zijn wel de lopende kosten meegenomen, maar nog niet de tarifiering van de Rabobank. Uit deze cijfers blijkt in ieder geval wel dat we niet meer risico nemen dan het marktgemiddelde. Dat is immers de gemakkelijke manier om meer rendement te genereren, door het nemen van meer risico. Wij blijven streven naar een eventwichtige verdeling van het risicobudget, waarbinnen we zo verstandig mogelijk willen beleggen.

### Core-Factor-Satellite portefeuille



# Obligatieportefeuille

## Afscheid van high yield

Ook na de rentestijging van de afgelopen twaalf maanden is de verhouding tussen rendement en risico in obligaties nog scheef. De belegger wordt in aandelen beter beloond voor risico dan in obligaties. Tegenover een overwogen positie in aandelen vullen wij de obligatieportefeuille daarom voorzichtig in.

De aanhoudend lage rente zorgt ervoor dat steeds meer mensen schoorvoetend gaan beleggen. Ook bij institutionele beleggers neemt het vertrouwen gaandeweg toe om meer risico te gaan nemen om enig rendement te behalen. De neiging is groot om met obligaties te beginnen, vanwege het defensieve karakter. De angst voor aandelen zit er immers diep in. Zelfs als de aandelenmarkt al tijden als een rots in de branding blijft, blijft de vrees voor een correctie groot.

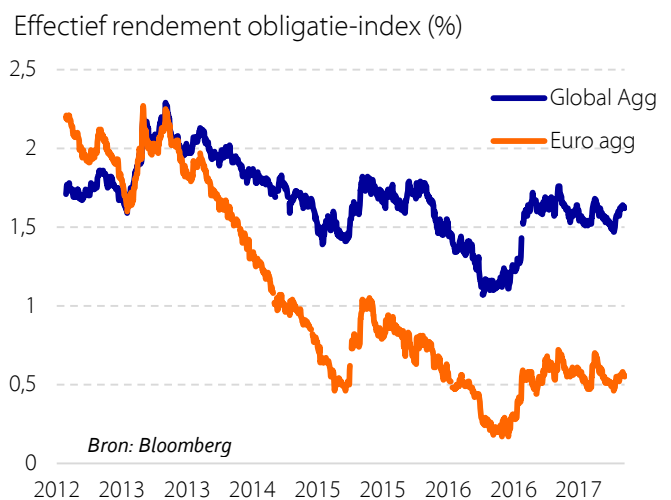
De consequentie is dat beleggers steeds meer oog hebben voor alle obligaties, ook de meer risicovolle. De kredietopslag op high yield obligaties is het laagst sinds 2007. Voor ons was dat reden de positie daarin af te bouwen. Vorig jaar was dit nog een onderdeel dat we nadrukkelijk aanzetten. De positie is in eerste instantie gehalveerd richting investment grade wereldwijde bedrijfsobligaties. Daar zijn de risico's aanzienlijk kleiner dan in high yield. Het tweede deel is geruild richting schuld papier van emerging markets. Daar zijn de risico's duidelijk afgenomen. Met deze mutaties zijn wij niet volledig in investment grade belegd. In sommige beleggingsfondsen komen posities in high yield voor, vooral in capital securities en emerging market debt. Maar wij zoeken de high yield categorie niet meer op en de posities in high yield zullen doorgaans eerder stabiel B+/BB- papier betreffen dan B-/CCC, wat in high yield een belangrijk deel van het rendement moet brengen.

Een van de punten die veel aandacht krijgt in de markt is het feit dat de centrale banken hun balans gaan verkleinen. In plaats van het opkopen van obligaties zullen de banken hun balans gaan afbouwen. De centrale bank die daarin voorop loopt, is de Fed in de VS. Het marktsegment waar dit het meest voelbaar is, is dat van de hypotheek in de VS. Dit zou beleggers hierin

terughoudend kunnen maken. Het feit dat deze obligaties in hoofdzaak door de staat zijn gegarandeerd, zal er echter voor zorgen dat er wel beleggers zullen opstaan om deze op te nemen als de Fed dat niet meer doet. Bovendien hebben deze obligaties een bijzondere convexiteit. De looptijd van de hypotheek is afhankelijk van het tempo van aflossingen. Als de rente daalt, leiden herfinancieringen tot een kortere looptijd. Aan de andere kant zal bij een rentestijging de portefeuille langer blijven lopen dan gebruikelijk. Dat zorgt ervoor dat de belegger bij een rentestijging minder kwetsbaar is dan in regulier AAA-papier met een vaste lange looptijd. In het huidige renteklimaat is dat een gunstige eigenschap.

Het beleggingsfonds dat hierin is gespecialiseerd, is een van de zogeheten global bonds funds. Hierbij wordt belegd in obligaties in andere valuta welke dan naar de euro worden afgedekt. De kosten van deze afdekking zijn echter fors door het oplopen van de rente in de VS, na de renteverhogingen van de Fed, terwijl de korte rente in het eurogebied negatief is. Het gevolg is dat het rendementsverschil van circa 1,0%-punt nu wordt opgegeten door de kosten van de valuta-afdekking. Toch opteren wij voor een positie in global bonds. Zodoende kunnen we in andere markten actief zijn, waar de obligatiemarkt minder overspannen oogt. Hoewel niet meer zo laag als een jaar geleden, is het rendement van de Barclays EuroAggregate, nog steeds laag op circa 0,6%.

De posities in high yield fondsen zijn verkocht..



# Staatsobligaties

## Kwantitatieve verkrapping

Hoewel de rente nog lang historisch laag zal blijven, begint het er steeds meer naar uit te zien dat het dieptepunt in de rentetarieven definitief achter ons ligt. Een hogere rente is goed nieuws op termijn, maar op korte termijn houdt het de rendementskansen zeer laag.

Waar de centrale banken in de ontwikkelde markten momenteel nog voor circa \$ 100 miljard per maand aan obligaties opkopen, zal deze massieve vorm van ondersteuning in de loop van komend jaar wegvallen. De Amerikaanse centrale bank heeft al aangegeven dat het haar balans gaat afbouwen en vrijvallende leningen niet meer zal herbeleggen. De ECB gaat haar opkoopprogramma afbouwen en datzelfde mag verwacht worden van de centrale bank in Zweden en het Verenigd Koninkrijk. Die zouden zelfs al tot een renteverhoging kunnen overgaan. In het VK zou dat voor het eerst in tien jaar zijn.

Omdat centrale banken vooral staatsleningen hebben opgekocht, is het logisch dat daar het eerst de gevolgen zullen worden gevoeld. De uitstralingseffecten zijn echter aanzienlijk groter. De negatieve rente op staatsleningen heeft beleggers verder de risicocurve opgeduwd. In de zucht naar rendement is men naar andere acceptabele obligatiecategorieën geschoven. Als de rente op staatsleningen oploopt, kunnen beleggers weer terugkeren naar hun favoriete stiel. Dat betekent dat het waarschijnlijk is dat de spreads op ander AAA-papier zoals covered bonds of op bedrijfsobligaties ook te lijden zal hebben onder een oplopende rente.

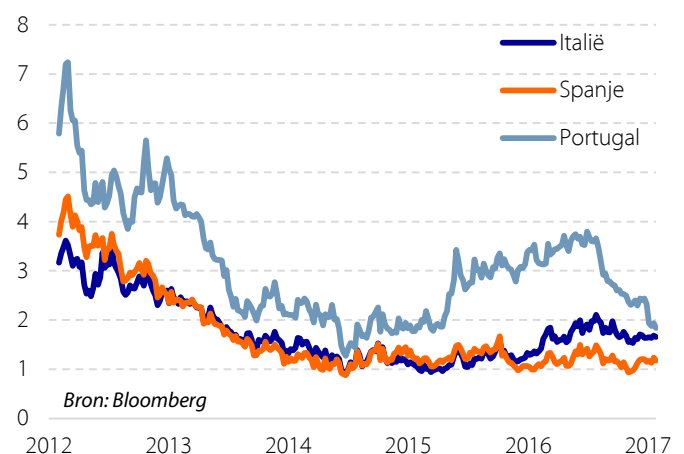
De meest kwetsbare groep zijn in principe de obligaties uit perifere landen. Zij hadden immers de meeste baat bij de opkoopoperaties van de ECB. Of dat ook daadwerkelijk zo uitpakt, is echter de vraag. Beleggers hebben immers alle gelegenheid gehad om hun positie in de periferie te vervreemden in de afgelopen jaren. Zo zitten er aanzienlijk minder buitenlandse beleggers in de Zuid-Europese landen belegd. Bovendien zijn de onderliggende prestaties van een aantal probleemlanden indrukwekkend geweest. Ierland is van

beneden investment grade naar een A2 / A+ / A rating gegaan. Een kwetsbaar land als Portugal blijkt er wel degelijk in te slagen om haar begroting op orde te krijgen, nota bene onder een socialistische regering. De kredietopslag op Portugal is dit jaar gehalveerd tot 1,8%. Misschien zijn obligaties in het VK een stuk kwetsbaarder als er een Brexit-premie gaat ontstaan.

De grote vraag is wanneer de ECB de negatieve rentes zal gaan beëindigen. Oorspronkelijk had de ECB aangegeven dat het monetair beleid pas zou worden aangepast als aan een viertal eisen voor wat betreft de inflatie was voldaan. De inflatie moest duurzaam, op langere termijn, op eigen kracht en in de gehele Eurozone weer bij de doelstelling geraken van bijna 2%. Aan die eisen is nog lang niet voldaan. De inflatie is wel hoger dan in de afgelopen drie jaar, maar heeft slechts kort de 2% aangetikt. De kerninflatie – de inflatie exclusief de volatiele voeding- en energieprijzen – is sinds 2008 nooit meer op 2% geweest. Dat is een wereldwijd fenomeen dat in vrijwel alle ontwikkelde economieën zichtbaar is. Toch is er ook binnen de ECB een stroming die pleit voor een omslag in het monetair beleid. Onder het motto dat de economie nu sterk genoeg is en geen negatieve rentes meer nodig heeft. Of de ECB een rentestap wil doen voordat het obligatie-inkoopprogramma is afgelopen, is overigens twijfelachtig.

Tenzij onrust ontstaat in de financiële markten, zijn de rendementsperspectieven voor obligaties ongunstig. Eerder is het gevaar dat de lage volatiliteit op de aandelenmarkten meer beleggers de beweging van obligaties naar aandelen laat maken. Alleen in scenario's waarin de onrust in de markt toeneemt en er algemene risico-aversie optreedt, zal de rente weer terugkeren naar het niveau van zes maanden geleden.

Renteverschil (10j) met Duitsland (%)





# Bedrijfsobligaties

## Voorkeur voor global versus euro

Weinig markten hebben zoveel stabiliteit laten zien als die voor investment grade bedrijfsobligaties. Onrust op de aandelenmarkten, rond de lange rente of de centrale banken, leidde telkens tot slechts minimale beweging in deze sector. Dat is niet zonder reden. Er is immers weinig reden tot zorg. Maar er is ook weinig vergoeding voor risico. De kredietopslag op investment grade bedrijfsobligaties is gedaald naar een niveau dat voor de crisis gebruikelijk was.

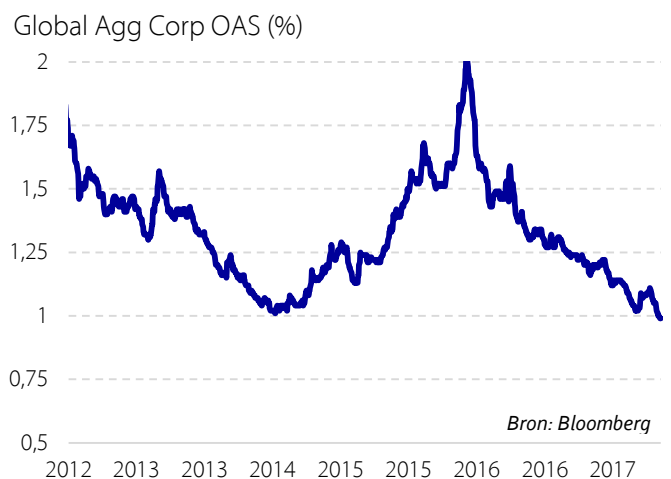
De markt voor investment grade bedrijfsobligaties heeft een grote aantrekkingskracht. De negatieve rente op staatsobligaties en op deposito's duwt beleggers richting bedrijfsobligaties. De kredietrisico's zijn beperkt, indien men zich tot de blue chips beperkt. Toen de Europese centrale banken besloten tot de inkoop van deze investment grade bedrijfsobligaties gaf dat een extra impuls. Hierdoor bleef de belegger gespaard voor de verliezen die optraden in de categorie staatsleningen over de afgelopen twaalf maanden, door de stijging van de lange rente. De consequentie is dat de kredietopslagen zijn gedaald naar het laagste niveau sinds de financiële crisis. In combinatie met de lage rente zorgt dat ervoor dat de markt kwetsbaarder is. Het meest zichtbaar is het toenemende renterisico. Bedrijven kunnen steeds langer lopende obligaties uitgeven. Waar vroeger vijf- of zevenjarige obligaties usance waren, worden nu ook geregeld obligaties met een looptijd van meer dan tien jaar uitgegeven. Bedrijven leggen de lage rente van dit moment zo voor langere tijd vast. Kortlopende obligaties worden ingekocht met vervroegde betaling van alle gedurende de resterende looptijd verschuldigde coupons, om nieuwe langlopende leningen uit te geven. Voor de uitgevende instellingen is dat een prettige markt. Men is verzekerd van lage rentelasten en heeft lange tijd financiering vastgesteld zonder afhankelijk te zijn van de marktomstandigheden op het moment van herfinanciering. Maar voor de belegger betekent het dat de looptijd van de portefeuille steeds langer wordt en met de lage coupons zorgt dat voor een steeds grotere rentegevoeligheid.

Het is de vraag hoe de markt om zal gaan met potentiële risico's in de toekomst. Het beleid van centrale banken is een belangrijke bron van ondersteuning geweest voor de markt. In de komende twee jaar zal die ondersteuning gaan verdwijnen. De ECB is al begonnen met de reductie van het opkoopprogramma en de Bank of England zal mogelijk gaan volgen. De Amerikaanse centrale bank voert reeds renteverhogingen door en het lijkt er zelfs op dat de Bank of England dat na tien jaar ook kan gaan doen.

Andere risico's die nu nog onder de oppervlakte vertoeven, zijn er beslist ook. Zo kan een toenemende focus op aandeelhouders ertoe gaan leiden dat bedrijven meer obligaties gaan uitgeven om dividend uit te keren. Dat zou niet gunstig zijn voor obligatiehouders.

Een ander risico is de Brexit. Het uit de EU treden van het VK zal pas in 2019 plaatsvinden en vermoedelijk met een overgangstermijn van circa twee jaar. Dat zou voor de obligatiemarkt zonder grote schokken kunnen plaatsvinden. Maar als de onderhandelingen tussen het VK en de EU plotseling afspringen, dan is 2019 wel heel dichtbij en kan dit tot onrust aanleiding geven. Het zou voor Britse obligaties een premie kunnen vereisen die vergelijkbaar is met die wij in de perifere landen in de Eurozone hebben gezien.

We denken dat bedrijfsobligaties in de VS beter gepositioneerd zijn dan die in Europa. Daarom hebben wij een voorkeur voor global credit ten opzichte van euro credit. De dollarmarkt kan bovendien een impuls krijgen als er in de VS een aanpassing komt van de belastingwetgeving, waardoor bedrijven hun buitenlandse valuta-reserves kunnen repatriëren en zodoende minder noodzaak hebben, om hiertegenover dollarobligaties uit te geven.



# Bank obligaties

## Gunstige risicokarakteristieken

Het vertrouwen van beleggers in de banken neemt toe. Banken ogen over het algemeen recessiebestendig. Het rendement op de diep achtergestelde bankobligaties is nog duidelijk hoger dan op high yield bedrijfsobligaties en emerging market debt. Daartegenover zijn de risicokarakteristieken beter door een hogere gemiddelde rating en een lagere duration.

Het vertrouwen onder beleggers in de banken is dit jaar sterk toegenomen. Het rendement op senior obligaties van banken is beter geweest dan op bedrijfs- of staatsobligaties. Weliswaar is senior papier niet langer gelijk gesteld aan deposito's en daarmee minder sterk beschermd als in het verleden, maar de buffers van de banken zijn fors gegroeid. Zo is er dit jaar een groot aantal banken geweest dat senior preferred of holdco obligaties hebben uitgegeven die vergelijkbaar zijn met gewone senior obligaties, maar wel worden geraakt in een financiële herstructurering. Deze bail-in obligaties zijn opvallend goed ontvangen door de markt. Maar het meest zichtbaar is het verschil in de performance van de zogenaamde capital securities, de diep achtergestelde obligaties van de banken. Daarvan wordt de hoofdsom omgezet in aandelen bij een bail-in en is de aflossing op het call-moment afhankelijk van goedkeuring van de toezichthouder. Zelfs de couponuitkering is niet gegarandeerd: die is afhankelijk van of de bank winstgevend is en voldoende reserves heeft. Lange tijd wilden beleggers weinig weten van deze categorie. De obligaties werden daarom niet opgenomen in de standaard benchmark, zodat beleggers ze ook gevoeglijk konden negeren. Dit jaar hebben deze obligaties een prachtig rendement laten zien van ruim 10%. Diverse banken hebben nieuwe coco's uitgegeven, ook in Nederland met ABN Amro (4,75%) en NIBC (6%). Dat kleine partijen als NIBC en in het buitenland Jyske Bank en Julius Baer, nu in staat zijn dergelijke obligaties uit te geven, was een jaar geleden onbestaanbaar. Die konden doorgaans nog geen obligatie langer dan vijf jaar looptijd uitgeven.

Dat de markt zo is gedraaid, lijkt vreemd genoeg samen te hangen met de default van Banco Popular. Daarvan werden alle achtergestelde schulden afgeschreven. Vervolgens werd de bank voor € 1 overgedragen aan Banco Santander. Het verlies leidde niet tot de gevreesde uittocht onder beleggers.

Integendeel, door het vertrouwen in het resolutiemechanisme nam de bereidwilligheid van de beleggers toe om in achtergesteld papier van sterke banken te beleggen.

De kans op omzetting naar aandelen is vergelijkbaar met een de facto faillissement van de bank. Daarvoor is het nodig dat het kernvermogen beneden een vooraf vastgestelde grens komt, vaak 7% of nog een stuk lager. Het gemiddelde niveau is nu meer dan het dubbele daarvan voor de Europese banken. Dat nieuwe regelgeving de ratio's met 0,6% tot 1,2% kan verslechteren, doet eigenlijk weinig aan die buffer af.

Het rendement op de coco's is hoger dan het rendement op emerging market debt en op high yield bedrijfsobligaties, terwijl het obligaties betreft met een hogere rating en een lagere duration. Daarom zien wij geen reden om winst te nemen na de verrassend sterke performance. Het vertrouwen in de banken kan verder toenemen. Kredietverliezen nemen af en de aansprakelijkheidsboetes eveneens. Als de negatieve rentes tot het verleden gaan behoren, zou dat gunstig zijn voor banken. Daardoor bieden capital securities niet alleen extra rendement in de portefeuille, maar ook enige diversificatie in een situatie van rentestijging.

Barclays Global Bank CoCo Index OAS (%)



Bron: Bloomberg

# High yield obligaties

## Risico-opslag fors gereduceerd

Dank zij de gunstige economische ontwikkeling, het positieve marktsentiment en de beperkte rentegevoeligheid is de high yield categorie een van de sterkst presterende beleggingen dit jaar. Het toekomstig rendement op high yield obligaties is echter historisch laag. Zelfs de kredietopslag is nu historisch laag. Daarmee is de categorie nu geprijsd voor aanhoudend goede bedrijfsresultaten en lage kredietverliezen. Zo wordt de belegger mager beloond voor de risico's.

Het faillissement van de speelgoedwinkels van Toys R Us wees de beleggers er andermaal op dat de detailhandel een sector is die het zwaar heeft. Naast de concurrentie met online is ook overaanbod een factor van betekenis. In de VS is de verkoopvloeroppervlakte van de detailhandel per inwoner 2,5 maal zo groot als in de rest van de geïndustrialiseerde wereld. Dat betekent dat er veel shopping malls niet meer concurrerend zullen zijn. Ook in Europa zijn er meerdere voorbeelden van soortgelijke problemen van ketens die in moeilijkheden komen omdat ze een te grote jas hebben aangetrokken. De rating van liefst 18% van de detailhandelssector staat nu op CCC, wat duidt op een groot risico op het niet nakomen van de betalingsverplichtingen. De sector is echter niet zo groot als de energie-sector zodat de problemen niet hebben geleid tot een algehele stijging van de kredietopslagen, zoals we die in 2015 zagen na de val van de olieprijs.

Buiten de malaise in de detailhandel ontwikkelt de markt zich gunstig. Hoewel de markt zeer actief is, doordat veel bedrijven zich herfinancieren om gebruik te maken van de lage rente, is de netto-uitgifte van high yield bedrijfsobligaties tamelijk beperkt. Bedrijven blijven bescheiden in de mate van financiering die ze aantrekken. Nog steeds zijn er voorbeelden van bedrijven die aandelen uitgeven om de schuldenlast te reduceren. Het tegenovergestelde – obligaties uitgeven om aandelen in te kopen – komt alleen bij de allerbeste investment grade bedrijven voor. Daarmee wordt de vrees niet bewaarheid voor een fors

oplopende schuldenberg die op termijn de markt zou kunnen gaan achtervolgen.

De vooruitzichten voor kredietverliezen zijn daarom voorlopig gunstig. Over het algemeen kunnen bedrijven goed aan krediet komen en hebben zij zich in de afgelopen jaren geherfinancierd voor een langjarige periode. Dat betekent dat ze niet in betalingsmoeilijkheden komen als de economische situatie plotseling verslechtert. Mede omdat bedrijven voorlopig van voldoende financiering zijn voorzien, is de kans op een recessie op korte termijn behoorlijk klein. Vroeger hadden bedrijven veel bancair krediet aangetrokken met daarin convenanten die het bedrijf dwongen de balans te versterken als er aan bepaalde ratio's niet werd voldaan. Inmiddels zijn dergelijke convenanten uit de kredietvoorwaarden geschrapt. Daarom lijkt de omslag in de kredietcyclus nog geruime tijd te kunnen wegblijven.

De makke is echter dat de markt dit gunstige scenario ook al reflecteert. Als we de normaliter te verwachten kredietverliezen aftrekken van de huidige marktrendementen, dan resteert een rendement van circa 1,5%-2%, wat beleggers ook in investment grade kunnen maken. Dat betekent dat er alleen een beter rendement uitkomt als er niet of nauwelijks kredietverliezen optreden. Maar als er ergens tegenvallers optreden, kan de categorie een behoorlijke terugslag ondervinden. Daarmee zijn we steeds terughoudender, ook al zijn er momenteel nog weinig wolken aan de hemel.

Een van de aantrekkelijke aspecten van high yield op dit moment is de beperkte looptijd. Een rentestijging hakt er bij high yield obligaties daarom niet zo hard in.

Global high yield OAS (%)



# EM debt

## Valuta's herwinnen vertrouwen

Wij kijken met meer vertrouwen naar emerging market debt. We hebben een voorkeur voor gemengde fondsen die zelf alloceren en ook obligaties in lokale valuta kunnen opnemen.

De keuze voor emerging market debt is ingegeven door het rendementsverschil, dat voor investment grade staatsleningen in emerging markets circa 0,7%-punt groter is dan voor dat in ontwikkelde markten. Dat is niet altijd zo geweest en het verschil zou weer grotendeels kunnen verdwijnen, zoals dat in 2013 het geval was. Interessanter wordt het echter als wij de obligaties in lokale valuta in ogenschouw nemen. Het rendement in lokale valuta is ruim 6%. Gecorrigeerd voor inflatie, is het rendement op obligaties van landen als India, Mexico, Indonesië en Colombia ruim 2%-punt hoger dan voor ontwikkelde markten. Voor landen als Rusland en Brazilië is het verschil zelfs groter. Daar zien wij dan ook kansen.

De obligaties van de overheden zijn in twee categorieën op te splitsen: de obligaties die zijn uitgegeven in harde valuta, meestal Amerikaanse dollar, en de obligaties die zijn uitgegeven in lokale valuta. De obligaties in harde valuta zijn meer gewild bij beleggers. Dat betekent echter niet dat de obligaties in lokale valuta per definitie risicovoller zijn. Als een land een goede staat van dienst heeft, zal het obligatie in de eigen valuta kunnen uitgegeven. Als het geen goede reputatie heeft, zal het obligaties moeten uitgeven in harde valuta. Daarom is de ratingkwaliteit gemiddeld genomen hoger bij obligaties in lokale valuta. Die zijn overwegend investment grade, waar die in harde valuta dat meestal niet zijn.

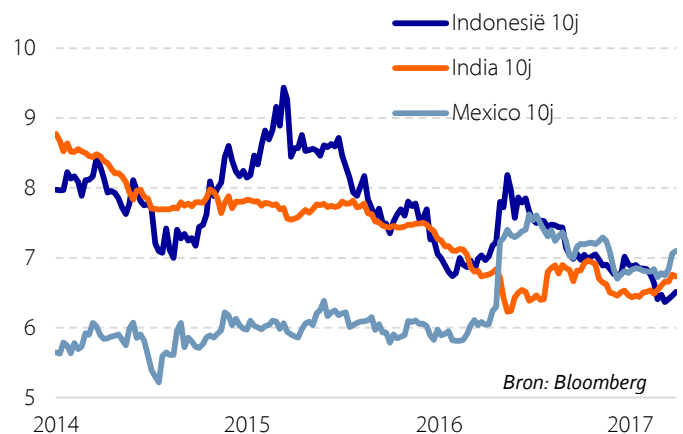
Een van de belangrijkste factoren bij emerging market schuld papier is daarmee de inschatting van het valutarisico. Valutarisico is in principe een factor die we zo veel mogelijk proberen te vermijden bij obligaties. De reden is dat het valutarisico vaak veel groter is dan alle andere risico's (rente, debiteuren, liquiditeit) van een obligatie bij elkaar. Bij emerging market debt willen wij het valutarisico echter niet volledig vermijden. Alle harde valuta kunnen tegen acceptabele kosten

naar euro worden afgedekt, maar het afdekken van valuta's als de Indiase roepie, de Indonesische roepia, de Mexicaanse peso of de Braziliaanse real is kostbaar en omslachtig. Bovendien denken wij dat de belegger goed wordt beloond voor dit risico. De voorgaande vier jaar zijn de koersen van de emerging market valuta behoorlijk gedrukt door de opmars van de Amerikaanse dollar. Het risico van de high yield categorie, waaronder emerging debt valt, is bovendien hoger dan wij in investment grade accepteren. Het feit dat er dus enig valutarisico in dit deel van de portefeuille zit, vinden we dan ook acceptabel. Met het opnemen van bijvoorbeeld schuld papier van India in roepie nemen we weliswaar enig valutarisico maar dat verhoudt zich niet ongunstig tot beleggingen als een obligatie van Venezuela of Oekraïne of een bedrijfsobligatie van Tesla of Twitter, waar weliswaar geen valutarisico is, maar wel een debiteurenrisico met potentieel evenzeer grote koersdalingen; die vormen wel onderdeel van de benchmark.

Begin dit jaar waren we nog terughoudend over emerging market debt vanwege de angst voor het beleid in de VS, dat in potentie kon bestaan uit een giftige cocktail van handelsbelemmeringen door de president en renteverhogingen door de Amerikaanse centrale bank. Inmiddels is dat gevaar goeddeels bezworen. Trump voert een pragmatisch beleid en de Fed is niet langer bezorgd over oververhitting van de Amerikaanse economie.

Bij de invulling geven wij de voorkeur aan blend fondsen die zowel naar lokale valuta obligaties als naar de harde valutaleningen, kunnen alloceren. Zij kunnen ook bedrijfsobligaties opnemen, een markt die in de laatste jaren in Azië sterk is opgekomen.

Rendement EM landen (%)



# Maatschappelijk verantwoord beleggen

## Gratis energie

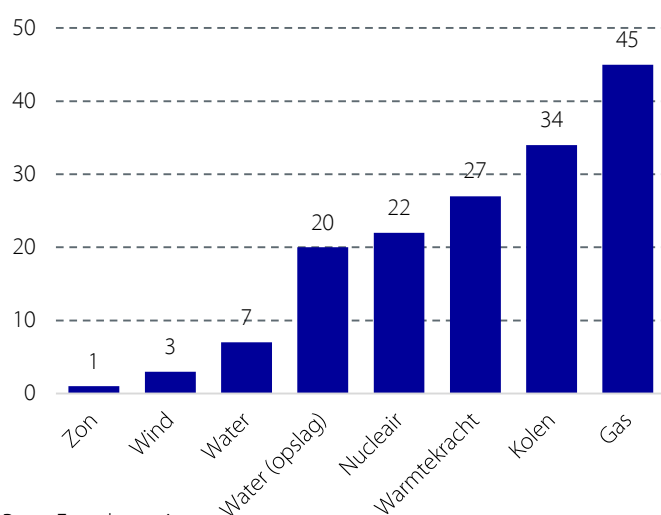
Een belangrijke eigenschap van technologische innovaties is dat er efficiënter wordt omgesprongen met schaarse productiefactoren. Arbeid wordt geautomatiseerd en er worden minder grondstoffen verspild of ze worden hergebruikt. Het gevolg is dat de variabele kosten steeds verder dalen, zeker in de dienstensector zorgt de 'applicatie' tegenwoordig voor zeer lage variabele kosten. Daardoor lijkt het of zaken gratis worden aangeboden. Veelal betaalt men alleen een vast tarief. Wat dit betreft ligt er veel verbeterpotentieel bij energie. Een samenleving die diep onder de grond, tegen relatief hoge kosten, weinig efficiënte fossiele brandstoffen oppompt, met klimaat- en milieuproblemen tot gevolg, kan dankzij technologie straks niet meer op tegen de gratis energie van zon en wind. Een technologische doorbraak op het gebied van kernfusie doet de rest.

### Zero-marginal-cost

DNB gaat scherper letten op de risico's van klimaatverandering voor de beleggingen van pensioenfondsen, banken en verzekeraars. Veel van deze beleggers bewegen tegenwoordig alleen nog maar als het moet van de toezichhouder, dus de impact van deze stap is groot. De Nederlandse pensioenfondsen zijn met 1,5 biljoen euro een belangrijke speler in de wereld en Nederland heeft naar verhouding nog altijd een grote financiële sector. Nederland staat ook niet alleen in dit streven. Vorig jaar hadden wij al geconstateerd dat Maatschappelijk Verantwoord Beleggen (MVB) mainstream is geworden. Europa loopt nog wel voorop, maar de Verenigde Staten en vooral Azië maken een inhaalslag. Dit versnelt de energietransitie en die gaat veel verder dan waar de consensus op dit moment van uitgaat. Iedereen begrijpt inmiddels wel de risico's van het financieren of beleggen in fossiele brandstoffen. Maar de maatschappij zal

vooral veranderen doordat de kostenstructuur van energie gaat wijzigen door het overstappen van fossiele naar duurzame energie. Zoals in zo veel andere bedrijfstakken zal er ook bij energie straks sprake zijn van veel lagere variabele kosten. De trend van 'zero-marginal-cost' is een gevolg van de IT-revolutie. Het gaat er niet alleen om dat de zon gratis schijnt en de wind gratis waait, maar ook dat energie met de aanstaande doorbraak op het gebied van kernfusie feitelijk gratis wordt. Dat raakt transport, de beste locaties voor vastgoed en veel andere bedrijfstakken die er totaal anders uit zullen zien.

Marginale kosten energie (\$/Mwh)



Bron: Enerdynamics  
(op basis van gas \$ 3,5/MMBtu en kolen \$ 2,25/MMBtu)

De spoorwegen, een tweehonderd jaar oude technologie, lijkt niet te kunnen concurreren tegen de flexibiliteit en de lage kosten van zelfsturende elektrische auto's. Waar technologie een betere benutting van de infrastructuur mogelijk maakt, is de bestaande railinfrastructuur hopeloos inflexibel. Het gevolg is wel dat bedrijven, kantoren en ook mensen dichtbij een station willen wonen met als gevolg dat vastgoedprijzen rondom stations ook hoger liggen dan op het platteland. Maar met een zelfsturende elektrische auto heeft heel Nederland weer de beschikking over goedkoop openbaar vervoer. De auto kan immers worden gedeeld. Bejaarden en kinderen krijgen meer vrijheid. Bedrijven zullen zich vestigen op een knooppunt van wegen, net als in het verre verleden. Nu snelwegen fluisterstil en schoon worden, oogt de grond rondom een klaverblad wel erg leeg.

Gratis energie  
dankzij duurzame  
technologische  
innovatie

# Special: Cryptovaluta

## Kijken niet kopen

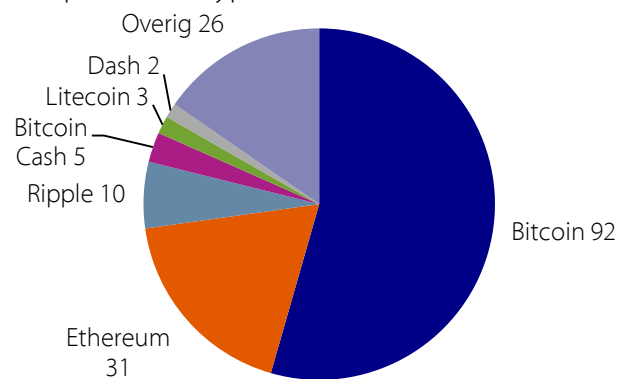
De hype rond cryptovaluta kent op dit moment geen grenzen. Deze digitale munten die zich presenteren als alternatief voor geld, maar dan in de vorm van computercode, missen echter de essentiële eigenschappen van geld. Geld is immers datgene wat binnen een bepaalde samenleving algemeen wordt geaccepteerd als ruilmiddel, rekeneenheid en vermogensobject. Eerst het goede nieuws. Voor wat betreft het vertrouwen in een algemene acceptatie gaat het uitstekend met de cryptovaluta. De koersen stijgen en, afgezien van een enkele tegenstribbelende bankier, lijken digitale munten alleen nog maar pleitbezorgers te hebben. Verder maakt het bij geld echt niet uit waar het van gemaakt is. Goud, zilver, schelpen, kralen, kamelenhuiden of zelfs een stukje computercode kan volstaan. Het gaat om vertrouwen. Om dit vertrouwen te behouden is echter op lange termijn vereist dat het de drie hiervoor genoemde functies heeft.

### Digitale valuta als ruilmiddel

In de huidige gedigitaliseerde wereld is digitaal geld in theorie bijzonder geschikt als ruilmiddel. Nu is elektronisch betalen niet nieuw. Vrijwel elke webshop biedt dan ook deze betalingsmogelijkheden. Van de meer traditionele creditcards tot Paypal. Steeds vaker biedt men de extra service dat men later kan betalen, bijvoorbeeld contant aan de deur of achteraf. Platforms als Alibaba zijn zelfs bereid om op krediet te leveren, waarbij de kennis over de kredietwaardigheid van de klant is gebaseerd op Big Data en het gebruik van slimme algoritmes. Elektronisch betalen lijkt in ieder geval geen belemmering te zijn voor de verkoop van spullen via het internet. Cryptovaluta moeten toegevoegde waarde bieden ten opzichte van bestaande betalingsmogelijkheden om te kunnen concurreren. De technologie achter het nieuwe digitale geld, de blockchain, claimt dat het mogelijk is om veilig financieel transacties uit te

voeren zonder tussenkomst van een derde partij. Daardoor zouden vooral de kosten veel lager zijn dan bij de bestaande manier van betalen. Het klopt dat de kosten bij de bestaande manier van betalen relatief hoog zijn. Dat is moeilijk voor te stellen vanuit Nederlands perspectief, omdat vrijwel nergens in de wereld elektronisch betalen (bijvoorbeeld via ideal) zo goedkoop is als in Nederland. Buiten Nederland is het gemiddelde tarief per betaling al snel twee tot drie procent. Dat is vaak meer dan de winstmarge van de online winkel. Een goedkoper alternatief vormt dan al snel een disruptieve innovatie.

Marktkapitalisatie cryptovaluta ( mrd US\$)



Bron: Coinmarketcap.com

Het is echter maar de vraag of digitale valuta een goed alternatief zijn. Wie onlangs een transactie heeft gedaan in bitcoin (de meest bekende en grootste digitale munt), zal het zijn opgevallen dat de verwerking erg traag is. Het kan lang duren voordat je de eerste bevestiging ziet. Daarvoor moet men gebruik maken van miners (mijnwerkers). In de blockchaintechnologie ontvangt de gebruiker die er in slaagt om de wiskundige formule op te lossen van een datablok een bepaald aantal bitcoins. Naast deze beloning is het minen van deze databloks ook een vorm van controle van transacties. Nu wordt het tarief dat men aan de miners betaalt, om het rekenwerk die de transactie vraagt vlot af te handelen, steeds hoger. Dat komt omdat het steeds moeilijker is geworden om bitcoins te delven en de inkomsten van miners zijn steeds meer afhankelijk van de transactietarieven. Het komt ook steeds vaker voor dat transacties met een iets te laag tarief niet meer worden opgepakt door de mining pools. Een transactie zonder een tarief te betalen, is tegenwoordig geheel kansloos. Die zal niet worden verwerkt. Het duurt ook erg lang voor je je bitcoins weer



terugziet in je wallet. Daar kan een aantal dagen overheen gaan, soms zelfs meer dan een week. Voorlopig zijn cryptovaluta niet concurrerend als ruilmiddel.

### **Bitcoin als rekeneenheid of als vermogensobject**

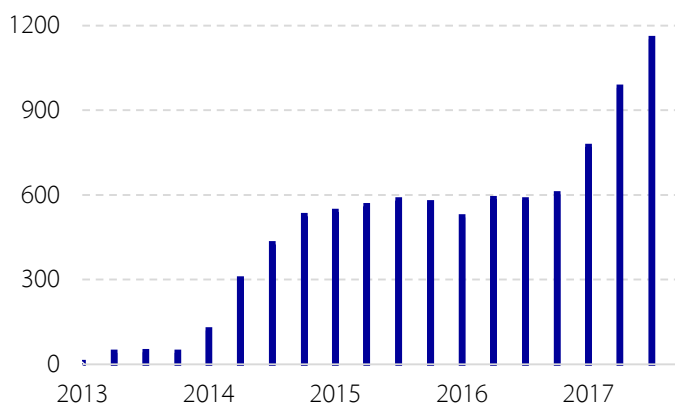
De koers van de bitcoin kan sterk schommelen. Dat maakt de bitcoin ongeschikt als rekeneenheid. Het economische verkeer werkt alleen als mensen geld kunnen gebruiken om de prijs van producten te vergelijken. Alleen dan kan men een juiste afweging maken met betrekking tot investeringen en consumptie. Niet alleen door prijzen te vergelijken op hetzelfde moment, maar ook in de loop van de tijd. Voor de prijs van de schoenen die ik vandaag koop, gebruik ik als referentiekader de prijs van de schoenen die ik vorig jaar heb gekocht. In bitcoin is dat een zinloze bezigheid. Bovendien heeft niemand ook maar enig idee wat de prijs in bitcoin is van de schoenen die ik volgend jaar ga kopen. Ook als vermogensobject zijn cryptovaluta daarom ongeschikt. Nu is op lange termijn het trackrecord van traditionele valuta als vermogensobject ook niet sterk. Door prijsinflatie vermindert de waarde van geld vrijwel voortdurend. Maar door geld om te zetten in aandelen of obligaties zijn traditionele munten wel degelijk geschikt als vermogensobject.

Juist als vermogensobject speelt vertrouwen een grote rol. Een belangrijk verschil tussen traditionele valuta en cryptovaluta is de aanwezigheid van een centrale bank die min of meer garandeert dat men voor een euro of een dollar ook over tien jaar nog ongeveer hetzelfde kan kopen. Geld als vermogensobject, of het nu sparen is of beleggen, is immers niets meer dan uitgestelde consumptie. De centrale bank garandeert dit door de inflatie onder controle te houden. Mocht de inflatie te hard oplopen, dan kan de centrale bank op de rem gaan staan. Mooi voorbeeld is Fed-voorzitter Paul Volcker die er begin jaren tachtig een dubbele recessie voor over had om het inflatiespook onder controle te krijgen. Het gevolg was dat het vertrouwen in de Amerikaanse dollar, ook als reservemunt, sterk steeg.

Bij cryptovaluta is er niemand die de koopkracht bewaakt. De kracht en tegelijkertijd de zwakte is dat er geen autoriteit of centraal orgaan aan te pas komt. Ironisch genoeg is het ontstaan

van cryptovaluta deels het gevolg van het onconventionele monetaire beleid van centrale bankiers. Kwantitatieve verruiming wordt gezien als het laten draaien van de geldpers. Het gevolg is dat het vertrouwen in de waarde van geld daardoor zou kunnen worden aangetast. Door de blockchaintechnologie is het mogelijk om vooraf een maximum in te stellen van het aantal munten dat kan worden gemined. Een dergelijke harde grens (bij bitcoin is dat 21 miljoen) doet denken aan de herintroductie van de gouden standaard. Doordat er niet meer geld in omloop kan zijn dan er aan goud in de kluisen van de centrale banken ligt, zou de waarde van geld (de koopkracht) worden gegarandeerd. Maar net zoals bij goud is dat een fictie, eigenlijk complete onzin. Dat maakt niet uit zolang mensen er maar in geloven en vertrouwen dat het waar is. De bitcoin is feitelijk niet gebaseerd op onderling vertrouwen, maar op wantrouwen. Dat is wantrouwen ten opzichte van andere gebruikers die willen frauderen en stelen, maar ook wantrouwen tegen de banken en de overheden. Wantrouwen is echter een teken van zwakte en niet van kracht. Tegelijkertijd weet iedere belegger dat vertrouwen te paard gaat en te voet komt. Gelukkig doen de uitgevers van cryptovaluta er alles aan om dit vertrouwen te ondermijnen. In plaats van een vooraf vastgestelde beperkte hoeveelheid bitcoins zijn er inmiddels meer dan duizend cryptovaluta die via zogenaamde ICO's (initial currency offerings, naar analogie van de vele IPO's tijdens de dotcombubbel) in roulatie worden gebracht. Bovendien blijken ook de eerder vastgelegde voorwaarden van cryptovaluta niet in beton te zijn gegoten. Oorspronkelijke voorwaarden blijken eenvoudig aan te passen. Munten splitsen zich of er wordt gewoon een nieuwe versie gelanceerd. Er is geen enkele vorm van toezicht.

Aantal cryptovaluta



Bron: Coinmarketcap.com

## De waarde van cryptovaluta

Cryptovaluta voldoen dus steeds slechter als ruilmiddel, zijn te volatiel om als rekeneenheid te gebruiken en zijn mede daardoor niet geschikt als vermogensobject. Toch is de waarde van cryptovaluta, uitgedrukt in traditionele valuta, recent fors gestegen. De reden daarvoor is dat cryptovaluta populair zijn bij schimmige transacties. Chinezen gebruikten digitale valuta om aan de kapitaalcontroles van Peking te ontkomen, totdat de Chinese overheid daar een stokje voor stak. Toen afgelopen juli de AlphaBay website (het Amazon van het Darkweb, de plek om drugs, wapens en andere illegale artikelen te bestellen) door verschillende overheden plat werd gelegd, daalden cryptovaluta sterk in waarde. AlphaBay was tot dat moment de belangrijkste marktplaats waar digitale valuta werden gebruikt. De recente stijging van bijvoorbeeld de bitcoin tot boven de \$ 5000,- wijst er op dat de handel via het darkweb weer welig tiert. Bitcoin profiteert van de 'war on drugs'. Feitelijk is dit een oorlog die de overheid voert tegen haar eigen burgers. Dit is economisch gezien een enorme verspilling van middelen waarvan het einde helaas nog lang niet zicht is. Ook is bitcoin populair bij de verspreiders van ransomware. Met behulp van virussoftware als WannaCry proberen hackers bitcoin af te troggelen van computergebruikers die niet meer bij hun bestanden kunnen. De waarde van cryptovaluta zit dus in het feit dat er sprake is van een anonieme en niet te traceren munteenheid die vooral gebruikt wordt door mensen die buiten de wet opereren. Maar de combinatie van volstrekte anonimiteit en volledige transparantie is uiteindelijk onhoudbaar. Dus in dit discutabele succes zit uiteindelijk ook het mislukken van de digitale valuta als ruilmiddel besloten. Het lijkt een kwestie van tijd totdat overheden besluiten om via de transparante blockchaintechnologie illegale transacties te traceren.

Overheden kunnen moeilijk tegen cryptovaluta optreden, al zal de bezitter van bitcoin wel steeds vaker verdacht worden van illegale transacties. Optreden tegen de bitcoin zelf lukt wellicht nog wel in China en andere autoritaire staten, maar in het vrije westen kan men niet zomaar elke computer in beslag nemen. Het legaliseren van drugs en het opheffen van de Chinese kapitaalrestricties kunnen helpen de koers van bitcoin naar beneden te krijgen. Geen zaken die op korte termijn op de agenda staan.

Bitcoin/US Dollar (log-schaal)



## Digitale valutazeepbel

De recent sterke stijging van de cryptovaluta heeft alle kenmerken van een zeepbel. Net als tijdens de dotcomhype gaan gesprekken met taxichauffeurs en op feestjes tegenwoordig over digitale valuta. Bij een zeepbel hoort een grote belofte in de verre toekomst. Die belofte is de disruptieve kracht van de blockchaintechnologie. Daarbij helpt het dat men nu nog niet precies weet wat dat is en wat de gevolgen zijn. Een positieve kant van een hype is dat het de investeringen in een bepaalde technologie kan versnellen. Iedereen ging tulpenbollen telen tijdens de tulpenmanie. Tijdens de dotcomhype konden bestuurders van traditionele bedrijven alleen aanblijven als ze beschikten over een uitgebreide dotcomstrategie hadden waarin minimaal enkele miljarden zou worden geïnvesteerd. Bedrijven zijn door deze vorm van carrièrerisico tegenwoordig bovengemiddeld vatbaar geworden voor hypes. Elk zichzelf respecterend bedrijf kan niet zonder blockchainstrategie. Een strategie die is ingegeven door de hype, vaak niet door een rationele afweging van kosten en baten.

Nu kan men stellen dat het uiteindelijk met de dotcomhype goed is afgelopen, getuige de sterk opgelopen waarde van bedrijven als Facebook, Amazon en Google. Maar met meer dan 99% van de dotcombedrijven is het niet goed afgelopen, die zijn failliet. Niet elke hype of zeepbel leidt ook tot een nieuwe betekenisvolle innovatie. Daarin verschilt de cryptovalutahype wellicht van de tulpenmanie of de dotcomhype. Dankzij de tulpenmanie is Nederland de grootste exporteur van

tulpenbollen en de dotcomhype heeft vast en mobiel internetverkeer mogelijk gemaakt tegen een vast relatief laag bedrag. De digitale valutazeepbel heeft meer de kenmerken van de windhandel tijdens de Stille Zuidzee-bubbel tussen 1719 en 1721, wat feitelijk niet veel meer was dan een grote fraude. Nu is het onmogelijk om de piek van een zeepbel te voorspellen. Uiteindelijk zal men dan moeten voorspellen wat de gek er voor geeft. Zo lang er meer gekken zijn dan geld is er niets aan de hand, maar zodra er meer geld is dan gekken wordt het oppassen. Historisch blijkt er een sterke samenhang met een piek in liquiditeit en dan moeten we wellicht toch weer naar de centrale banken kijken die geleidelijk stoppen met kwantitatief verruimen.

### ***De waarde van de blockchain***

Naast de cryptovaluta bestaat er nog geen grootscheepse toepassing van de blockchain-technologie, ondanks de miljarden aan investeringen. De mensen die de voordelen opsommen hebben meestal een persoonlijk belang. De claim van absolute veiligheid bestaat is discutabel (een simpele ddos-aanval is al voldoende en het wachten is op quantumcomputers die de blockchain kunnen kraken). Fraude met en diefstal van digitale valuta blijkt verrassend vaak voor te komen.

Ondanks deze milde kritiek is het natuurlijk mogelijk dat de blockchaintechnologie eigenschappen heeft die de wereld op zijn kop kan zetten. Maar dan is het meer een technologie die vergelijkbaar is met de uitvinding van het prikkeldraad in 1874. Dankzij prikkeldraad gingen Amerikaanse boeren zich meer bekommeren om hun eigendom, hun eigen stukje land. Voor die tijd was land in het wilde westen van iedereen en hadden investeringen om de opbrengst te verbeteren geen zin. Maar door de afbakeningsmogelijkheden van prikkeldraad stegen investeringen en de productiviteit fors. Dat was een goede basis voor gezonde groei van de Amerikaanse economie in daaropvolgende decennia. Door gedoe over het patent was er bij prikkeldraad geen echte winnaar. Blockchain is een 'open source'-technologie en dus van iedereen. Voor beleggers zijn dan alleen eventuele tweedelijns effecten interessant. Advies voor digitale valuta is daarom: wel kijken, maar niet kopen.

Auteurs: Taoufik Boussebaa; Han Dieperink; Erik Schmahl

---

De Coöperatieve Rabobank U.A. is geregistreerd als beleggingsonderneming bij de Autoriteit Financiële Markten te Amsterdam. De informatie in deze publicatie is gebaseerd op door ons betrouwbaar geachte bronnen en publieke informatie. Wij staan echter niet in voor de juistheid en volledigheid hiervan. Daarom zijn wij niet aansprakelijk voor eventuele schade die hier uit voortvloeit. De informatie in deze publicatie moet niet worden opgevat als een aanbod en ook niet als een uitnodiging tot het doen van een aanbod tot het kopen of verkopen van financiële instrumenten. De publicatie is ook niet bedoeld om een recht of verplichting te creëren. De informatie in deze publicatie moet niet worden opgevat als een beleggingsaanbeveling. Een goed beleggingsproduct is geen garantie voor een goed rendement. Het genoemde product kan een geschikt instrument zijn als onderdeel van een gespreide beleggingsportefeuille. Het daadwerkelijke rendement hangt af van de ontwikkeling van de financiële markten en andere factoren. Maakt u gebruik van deze informatie? Dan is dat op eigen risico. De waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De in deze publicatie opgenomen informatie kan op ieder moment zonder verdere aankondiging worden gewijzigd