



Rabobank

Rabobank Beleggingsvisie

Derde kwartaal 2017

Inhoudsopgave

Samenvatting	1
Terugblik	2
Economie	3
Liquiditeit	4
Waardering	5
Scenario-analyse	6
Beleggingsmix	8
Aandelen Core	9
Aandelen Factor	10
Verenigde Staten	11
Japan	12
Pacific	13
Europa	14
Opkomende markten	15
Robotica	16
Aandelenportefeuille	17
Obligatieportefeuille	18
Staatsobligaties	19
Bedrijfsobligaties	20
Bank obligaties	21
Highyield obligaties	22
EM debt	23
Maatschappelijk verantwoord beleggen	24

Het tweede kwartaal was opvallend stabiel op de financiële markten. Uitslagen naar boven en beneden waren relatief klein. Dit ondanks verkiezingen in Frankrijk en het Verenigd Koninkrijk en ondanks renteverhogingen door de Amerikaanse centrale bank.

Samenvatting

De relatieve rust op de financiële markten is een gevolg van betere bedrijfsresultaten, voorspelbaar monetair beleid en wegvallende politieke onzekerheid. Verder is het vooral aan de oppervlakte rustig. Binnen de diverse markten en ook tussen markten zijn de verschillen groter dan de relatieve rust zou doen vermoeden. Maar door de lage samenhang (correlatie) tussen de verschillende deelmarkten blijft het aan de oppervlakte rustig. Die verschillen worden echter wel zichtbaar bij de opbouw van een portefeuille. Daardoor had onze tactische allocatie (de mate waarin we afwijken van de markt) een grote invloed op het rendement. Afhankelijk van het doelrisicoprofiel was tussen de 40% en de 80% van het totale rendement over het eerste halfjaar een gevolg van onze tactische keuzes. Dat kwam ook omdat onze overweging voor aandelen en onze selecties binnen aandelen en obligaties in het eerste halfjaar goed hebben uitgepakt. Wij zien voorlopig geen reden om dit beleid aan te passen, maar de markt lijkt wel te starten met een nieuwe fase waarbij een minder grote rol is weggelegd voor het monetaire beleid en waarbij de economie weer op zijn eigen benen moet staan. Dit normalisatieproces is uiteindelijk positief, ook voor financiële markten, hoewel marktsegmenten die geprofiteerd hebben van deze zoektocht naar rendement kwetsbaar ogen. De kwetsbaarheid ligt wat ons betreft vooral bij obligaties en minder bij aandelen. Wij blijven daarom de voorkeur houden voor aandelen boven obligaties in portefeuille.

Terugblik

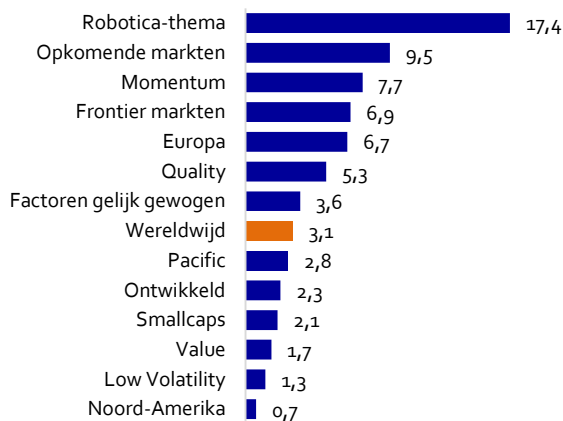
Relatieve rust

Het eerste halfjaar is positief verlopen voor de verschillende doelrisicoprofielen binnen Rabobank. Het totaal rendement op aandelen was positief, maar obligaties moesten inleveren door de stijgende rente. In alle doelrisicoprofielen was het rendement positief, mede omdat de verschillen tussen de diverse deelmarkten groot waren.

Aandelen

De aandelenportefeuille is verdeeld over drie ruwweg gelijke delen: Core, Factor en Satellite. In de Core van de portefeuille volgen we passief de markt waarbij we kosten laag houden. In het factordeel trachten we bovenop dat marktrendement een factorpremie te oogsten van circa 1,5% op lange termijn. Door de brede spreiding in de Core en het Factordeel (twee derde van de aandelenportefeuille) is er ruimte in het satellietgedeelte voor meer opportunistische keuzes. Keuzes die wij bepalen op basis van fundamentele inzichten inzake waardering, liquiditeit en economische groei. Die keuzes pakten in het eerste halfjaar goed uit. Zowel de regionale allocatie als de thematische invulling droeg in positieve zin bij aan het totale rendement. Vooral het onderwegen van de zwaarwegende regio Noord-Amerika (meer dan de helft van de index) leverde een belangrijke bijdrage.

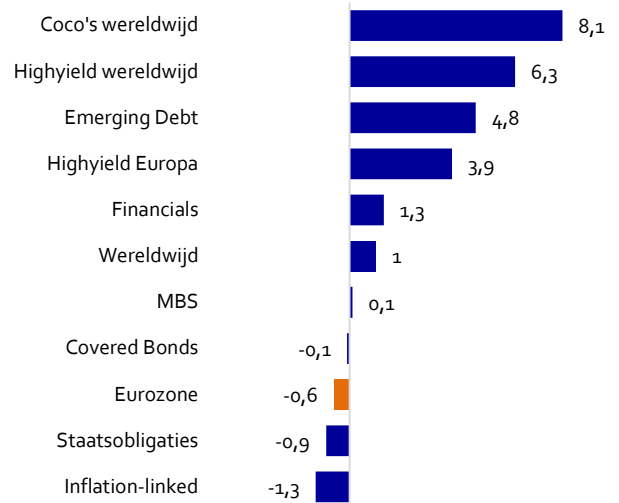
Aandelen eerste halfjaar (totaal rendement euro, benchmark oranje)



Bron: Thomson Reuters Datastream, MSCI.

Obligaties

Obligaties eerste halfjaar (totaal rendement euro, benchmark oranje)



Bron: Thomson Reuters Datastream, Barclays

De benchmark, de Barclays euro Aggregate index, behaalde in het eerste halfjaar een negatief rendement. Nu is een groot deel van deze index feitelijk niet meer belegbaar, omdat veel stukken zijn opgekocht door de ECB of omdat institutionele beleggers stukken vasthouden op basis van wet- en regelgeving (Bazel III, Solvency 2, FTK) en niet kijken naar de prijs. Die prijs (de rente) wordt gemanipuleerd tot beneden het nulpunt en vormt geen afspiegeling meer van de markt. De keuzes die wij hebben gemaakt om te vluchten uit deze negatieve rentes, pakten in het eerste halfjaar grotendeels goed uit. Zo presteerden wereldwijde obligaties (afgedekt naar euro) beter dan Europese obligaties. Verder zorgde onze overweging voor bedrijfsobligaties en dan vooral de keuze voor wereldwijd high yield en Coco's (beide laatste categorieën zijn geen onderdeel van de benchmark) voor een positieve bijdrage. Alleen inflation-linked leningen bleven door de terugvallende inflatieverwachtingen en de verstelling van de rentestructuur achter bij de benchmark. Gecombineerd behaalden we met obligaties in het eerste halfjaar een positief rendement.

Relatieve rust op de financiële markten, maar grotere verschillen tussen de diverse categorieën.

Economie

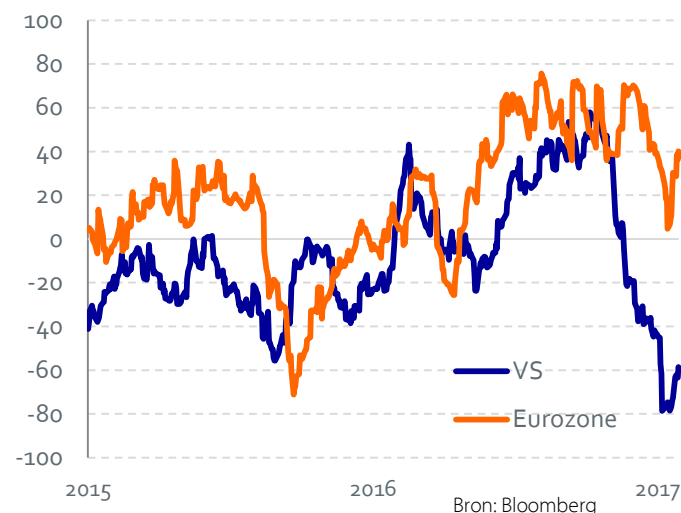
Betere 2^e jaarhelft in het verschiet

Zorgen over Trump's presidentschap, de olieprijs, de IT-correctie, Noord-Korea, en een mogelijk einde van het extreem ruime monetaire beleid drukten in het tweede kwartaal het sentiment. Maar onderliggend blijven de economische cijfers positief verrassen, al is het in mindere mate dan in het eerste kwartaal. Afgenomen politieke risico's in met name Europa dragen ook positief bij. Vooral het ondernemersvertrouwen is hierdoor opgeveerd, wat wijst op een solide groei in de tweede jaarhelft.

Zonder Trump toch impuls voor de wereldeconomie

Van de aangekondigde maatregelen van president Trump om de Amerikaanse economie een flinke impuls te geven, is maar weinig terechtgekomen. Zelfs het voorstel om Obamacare te vervangen, is nog niet door het Amerikaanse Congres gekomen. Van het enthousiasme over Trumps presidentschap op de beurzen is dan ook niets meer te merken. Daarnaast waren er ook zorgen over de olieprijs, de IT-correctie, Noord-Korea en het monetaire beleid. Aan zorgen geen gebrek. Dat wil niet zeggen dat het economisch tegen zit met de wereldeconomie. Die draait juist veel beter dan we in afgelopen jaren hebben gezien. Ondernemers blaken van vertrouwen en de consumentenbestedingen trekken aan. Zowel in de ontwikkelde wereld als in opkomende markten.

Citi Economic Surprise Index



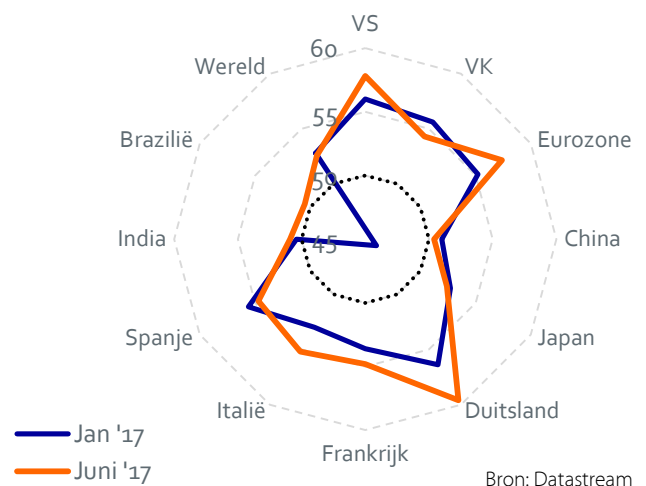
De piek in de politieke risico's in de eurozone ligt achter ons, en draagt hieraan bij. De mate waarin cijfers de markt weten te verrassen is wel afgenomen, vooral doordat de verwachtingen naar boven zijn bijgesteld. Die waren aan het begin van het jaar te negatief. De Citi Economic Surprise Index van de VS stelde het sterkst teleur, maar krabbelt sinds kort wel op. Voorlopende indicatoren wijzen in ieder geval op solide groei in de tweede jaarhelft. In de eurozone trekt het al hoge vertrouwensniveau nog verder aan en in de VS lijkt de tijdelijke dip van de groei in het eerste kwartaal voorbij. Het bewijst dat het herstel van het vertrouwen in de economie ook zonder Trump gestalte kan krijgen.

Betere winstvooruitzichten

Met een aantrekkende arbeidsvraag, lage rentelasten, aantrekkende concurrentenbestedingen en investeringen blijft het vooruitzicht voor een synchroon herstel van de wereldeconomie goed. Dit is positief voor de bedrijfsresultaten van beursgenoteerde bedrijven. Dit was goed zichtbaar in de bedrijfscijfers over het eerste kwartaal. Analisten zijn in ieder geval ook positief gestemd voor de komende periode. Gemiddeld verwachten zij voor de komende 12 maanden een winstgroei van ruim 12% en het aantal winstwaarschuwingen is tot nu zeer gering gebleken. Met afnemende – maar nog altijd ruimhartige – stimulansen van centrale banken is het de beurt aan het bedrijfsleven om hogere koersen te rechtvaardigen. Dat kan het huidige negatieve sentiment op de beurzen doen draaien in de tweede helft van het jaar.

Zonder Trump toch impuls voor de wereldeconomie

Producentenvertrouwen blijft sterk (PMI indices)



Liquiditeit

Start synchrone exit dichterbij

Op de valreep van het tweede kwartaal zorgde de communicatie van centrale bankiers voor de nodige volatiliteit op de financiële markten. Zinspelingen over aanpassing van het beleid nu deflatie niet langer een materieel risico is, werden door beleggers geïnterpreteerd als een nadere exitstrategie van de ECB. Van de Fed was deze houding bekend, van de ECB nog niet. Maar een daadwerkelijke verkrapping van het beleid laat voorlopig op zich wachten.

Synchrone exitstrategie van centrale bankiers nabij

Dat is de vraag die beleggers zichzelf stelden tegen het eind van de eerste helft van het jaar. Het is het bepalende thema voor de komende tijd. Aanleiding waren verschillende toespraken van centrale bankiers die zinspeelden op aanpassing van het monetaire beleid. Zo liet ECB president Mario Draghi doorschemeren dat het goed gaat met de economie van de eurozone en dat daardoor bijstelling van het beleid wellicht noodzakelijk is om de mate van accommodatie te handhaven. Het beleid is nu nog gekalibreerd voor een scenario met potentiële deflatierisico's. In dat scenario is een negatieve rente prudent. Maar nu de economie van de eurozone herstelt en deflatie niet langer een materieel risico is, komt de exit van het ultra accommoderende beleid dichterbij. De markten reageerden licht negatief. Van de Fed was deze houding al bekend, van de ECB niet. Dat kwam tot uiting in een zwakkere dollar.

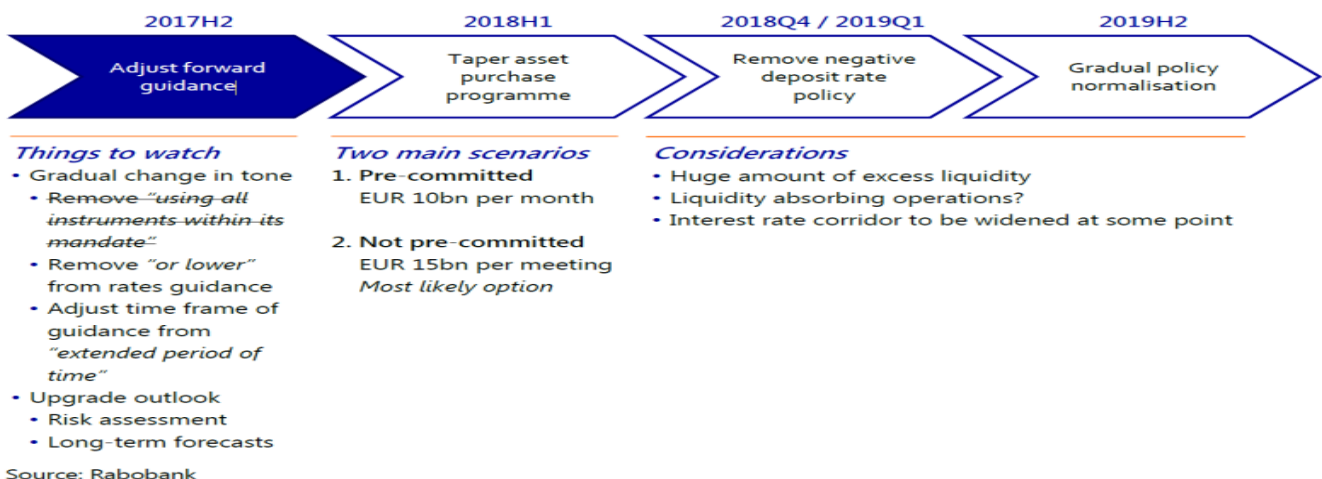
Tijdslijn ECB-beleid

Maar de reactie op de toespraken was overtrokken. Dat aanpassing van het beleid er aan zat te komen in 2018, was bekend. En dat de markten hierop via gekozen bewoordingen voorbereid zouden worden ook. Wellicht dat het moment ongelukkig samenviel met de zorgen over de olieprijs. Wij verwachten dat in de tweede helft van het jaar de ECB de afbouw van het opkoopprogramma voor 2018 aankondigt. Waarna het programma halverwege volgend jaar volledig is afgebouwd en normalisatie van de rente kan starten. De Fed is de ECB al ver voor en het pad dat de Fed heeft bewandeld, is een veilig te volgen route voor de ECB. Dat betekent dat wanneer de ECB het programma afbouwt, er nog altijd vrijvallende leningen worden herbelegd. Het duurt nog lange tijd voordat het beleid van de ECB daadwerkelijk de economie pijn begint te doen.

Potentiële deflatierisico's zijn sterk afgenomen

Fed laat balans krimpen

De Fed is op het moment aangekomen, dat herbeleggen niet langer zinvol wordt geacht. In de afgelopen jaren heeft de Fed, net als de Europese Centrale Bank nu doet, tot aan 29 oktober 2014 voor \$ 4,5 biljoen aan obligaties opgekocht. Vrijvallende leningen zijn al die tijd weer herbelegd, waarmee de balansomvang gelijk bleef. Die gaat vanaf later dit jaar heel geleidelijk aan krimpen. Dat betekent een minder ruimhartig monetair beleid met hogere lange rentes tot gevolg. Zijn de financiële markten hiertegen bestand? Belangrijk is het tempo van de afbouw en de economische achtergrond waarin dit gebeurt. Beleggers zullen dan ook aandachtig kijken naar de macro-economische cijfers uit de VS in de komende maanden.



Waardering

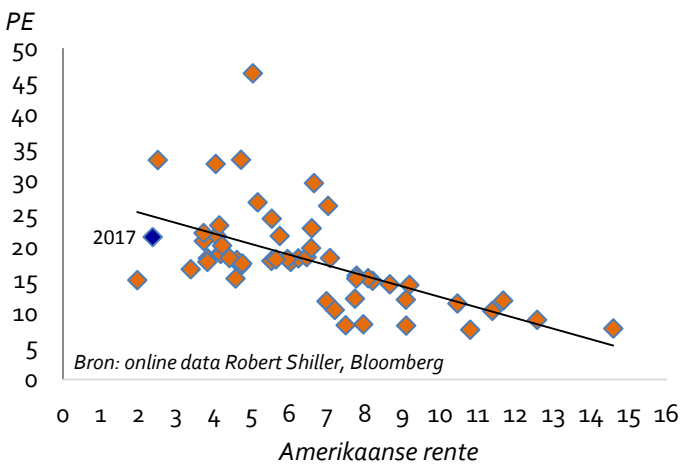
Weerstaan aandelen hogere rente?

Nu de rentes in verschillende landen waarschijnlijk zijn uitgebodemd, doemt de vraag op of waarderingen van verschillende activa hier tegen bestand zijn. Vooral obligaties zijn aan de prijs, en hierdoor gevoelig voor een hogere rente. De waardering van aandelen is bovengemiddeld, maar niet extreem. En buiten de VS zijn er nog altijd redelijke waarderingen te vinden. Belangrijk voor de waardering van aandelen is de vraag waarom rentes omhoog gaan.

Relatie rente en waarderingen

Wanneer rentes uitgebodemd zijn en de weg weer omhoog vinden, zijn beleggingen met een hoge waardering kwetsbaar. Want hoe hoger de verdisconteringsvoet, des te lager de waardering moet zijn (ceteris paribus). Maar er zijn twee krachten aan het werk, namelijk het negatieve effect van een hogere verdisconteringsvoet en daartegenover het effect van hogere kasstromen. In het geval van klassieke obligaties zijn de kasstromen vast, waardoor een rentestijging negatief uitpakt. Bij aandelen is het antwoord niet eenduidig. In onderstaande figuur is de relatie tussen de Amerikaanse 10-jaars rente en de waardering van de S&P 500 weergegeven. Het gaat om data over een periode van meer dan 50 jaar. De relatie is negatief.

Negatieve relatie tussen waardering en rente



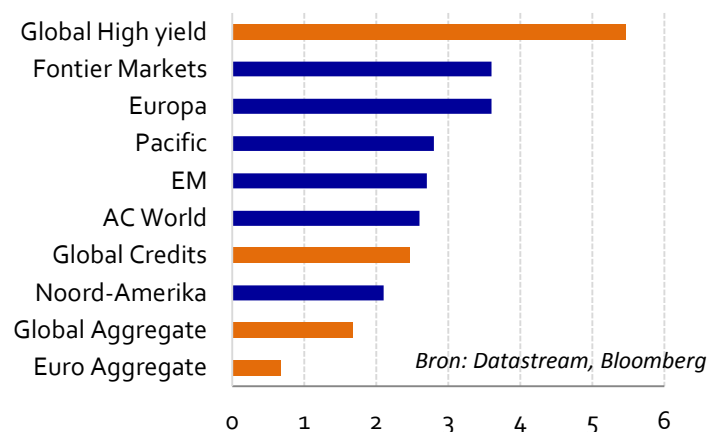
Maar er vallen in deze spreidingsdiagram ook twee clusters op. Rentes tussen 2% en 6% leiden niet tot structureel lagere

waarderingen. Pas bij een rente van meer dan 6% is de impact zodanig dat waarderingen sterk worden gedrukt. De Amerikaanse aandelenmarkt staat te boek als een dure markt. En in relatief opzicht klopt dat ook. Maar als we de k/w (trailing) relateren aan de hoogte van de Amerikaanse rente dan valt die overwaardering mee. De Amerikaanse rente staat op het moment van schrijven op 2,38% en de k/w van de S&P 500 (op basis van de winsten over de afgelopen 12 maanden) staat op 21,5. Op basis van deze historische vergelijking zijn Amerikaanse aandelen niet extreem aan de prijs. Het is een k/w-niveau dat ook geregeld voorkomt bij hogere renteniveaus. Sterker nog, er zijn periodes geweest met hogere waarderingen bij hogere rentes. Als de rente van een extreem laag niveau stijgt, dan wordt de negatieve impact daarvan meer dan voldoende gecompenseerd door de stijging van de kasstromen. Voordat een stijging van de rente betekenisvol pijn gaat doen voor de waarderingen van aandelen – korte termijn reacties daargelaten – zijn we een aantal verhogingen verder.

Pijn ligt bij obligaties

Dit geldt des te meer voor regio's buiten de VS. Daar zijn waarderingen lager en dividendrendementen hoger. We kunnen ook kijken naar de verhouding dividendrendementen en couponrendementen. Voor de crisis zagen we altijd hogere couponrendementen dan dividendrendementen. Sinds de crisis zien we het omgekeerde, en dat verschil is alsmaar groter geworden. En dat markeert toch echt dat niet de waarderingen van aandelen het probleem zijn, maar die van obligaties.

Verschillen in yields (dividend yield vs effectieve rendementen (vóór kredietverliezen))



Waardering wordt door twee krachten beïnvloed: kasstromen en rentes.

Scenario-analyse

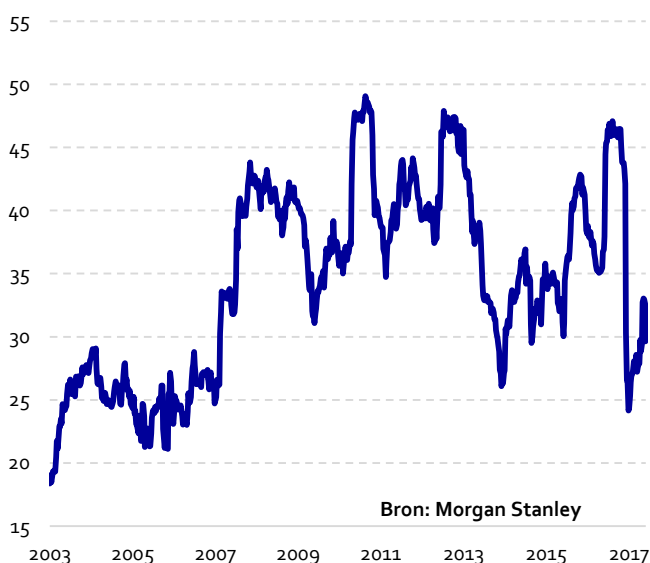
Keerpunt

De lagere samenhang (correlatie) zorgt voor grotere rendementsverschillen. Daardoor is het belang van tactische keuzes toegenomen. Het betekent ook dat zelfs bij een bescheiden afwijking van de index het portefeuillerendement wel sterk kan afwijken van de index.

Lage samenhang

De lage beweeglijkheid is een gevolg van meevallende bedrijfscijfers, voorspelbaar monetair beleid en afnemende politieke risico's. De lage correlatie zorgt er voor dat de reeds lage volatiliteit verder wordt verlaagd. Die lage correlatie is een gevolg van het feit dat markten zich op een keerpunt bevinden. Jarenlang waren de correlaties op de financiële markten hoog, een direct gevolg van het onconventionele beleid. Nu de markt normaliseert, maakt de markt meer onderscheid. Beleggingen (vooral obligaties) die hebben geprofiteerd van het monetaire beleid blijven achter, maar beleggingen die gevoelig zijn voor de opgaande economische cyclus (aandelen) kunnen nu profiteren.

Global correlation index



Einde nieuwe normaal

In meerdere opzichten is te zien dat we ons bevinden op een keerpunt. Er is sprake van een paradigmawisseling, een

transformatie naar een ander omgevingsklimaat (scenario) waarbij nieuwe wetten en regels gelden. Jarenlang ging de markt gebukt onder het nieuwe normaal, het besef dat onze kinderen het voor het eerst slechter zouden krijgen dan de generaties daarvoor. Eeuwige stagnatie was het devies. Bedrijven en consumenten konden beter geen grote uitgaven doen en vooral op de kosten blijven letten. Als je iets maar vaak genoeg blijft herhalen, gaan uiteindelijk mensen er in geloven. Toch lijkt deze neerwaartse spiraal succesvol doorbroken. Men heeft meer vertrouwen in de toekomst, een toekomst waar consumenten weer durven te consumeren en producenten durven te investeren. Een wereld die terugkeert naar normaal, naar een periode waar rentes weer een afspiegeling zijn van de prijs van geld. Het gevolg is dat een extreem negatief scenario (de schulden-deflatie spiraal) minder waarschijnlijk is, maar opvallend genoeg ook de noodzaak tot een veel positiever scenario (de grote rotatie, een 'boom' met als gevolg oververhitting van de economie). Het lijkt centrale bankiers gegund om in alle rust te normaliseren. Gematigde groei en gematigde inflatie is een uitstekend omgevingsklimaat voor financiële markten. Vooral aandelen kunnen daarvan profiteren. Obligaties zullen het, gezien de huidige extreem hoge waardering, lastiger hebben.

Het nieuwe normaal (2009-2016)	Wereldwijde reflatie (2016-)
Te veel aanbod, weinig vraag	Aanbod vlakkt af, vraag stijgt
Monetair beleid allesbepalend	Fiscaal beleid, verhalende economie en animal spirits
Regulering	Deregulering
Desinflatie	Reflatie
Dalende rentes	Stijgende rentes
Hoge correlaties	Lagere correlaties
Vlucht naar veiligheid	Vermogensopbouw

SCENARIO-ANALYSE	BASISSCENARIO	POSITIEF SCENARIO	NEGATIEF SCENARIO
Kenmerken	Normalisering IT-revolutie Reflatie Gematigde groei	De Grote Rotatie 'Boom' Inflatie Cyclisch Winst- momentum	Doormodderen 'Bust' Japanificatie Recessie Bankencrisis
Waarschijnlijkheid/prognose	80%	10%	10%
ECONOMIE & MONETAIR BELEID			
Economische groei wereld (2016: 3,1%)	3,45% (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 investerings 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 0,85 %)	0,6%	2,5%	-/- 1,0%
Rentecurve	Versteiling	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 \$ 1,14)	(\$1,17 12m)	↑	↓
Grondstoffen	=	↑	↓

Beleggingsmix

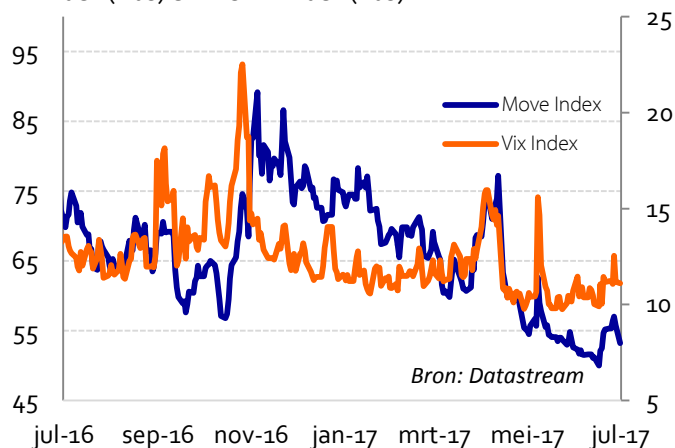
Volatiliteit komt weer terug

Wij handhaven een overweging voor aandelen. De eerste helft van het jaar was opmerkelijk rustig. Zowel de volatiliteit van aandelen als obligaties was laag. Vooral door toedoen van het beleid van centrale bankiers. Dit was lange tijd voorspelbaar. Nu de economie aantrekt en deflatie op zijn retour lijkt, zorgt een aanstaande herkalibratie van centrale bank beleid voor een 'come back' van volatiliteit. Hogere rentes als gevolg van verbeterde economische omstandigheden zijn vooral voor obligatiekoersen negatief.

Volatiliteit maakt come back

Voor zowel aandelen als obligaties was de volatiliteit ongekend laag in het tweede kwartaal. Dat blijkt zowel uit de Vix-index als de Move-index (de tegenhanger van de Vix voor de obligatiemarkt). Toch was het tweede kwartaal per saldo negatief voor aandelen (-2,2%). Niet alleen vanwege zorgen over de ontwikkeling van de olieprijs, maar ook vanwege onduidelijkheden in de communicatie van centrale bankiers. Die zinspelen op het einde van het extreem accommoderende monetaire beleid, zonder dat expliciet te benoemen. Beleggers lazen tussen de regels door dat de exit-strategie eraan zit te komen. Daarop stegen de rentes over een breed front en maakte volatiliteit tegen het einde van het tweede kwartaal een come back. Maar in historisch opzicht bleef de volatiliteit laag.

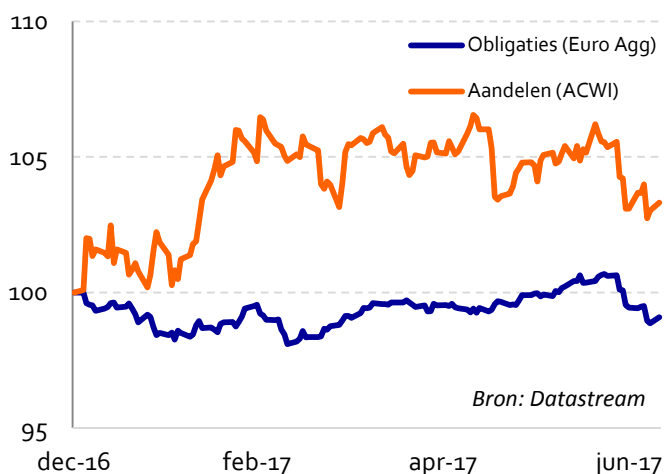
Vix-index (r-as) en MOVE-index (l-as)



De vraag is nu of er daadwerkelijk wat veranderd is in de beleidsintenties van de centrale banken. Zowel de feitelijke inflatie als de inflatieverwachtingen in de markt zijn juist gedaald. En met een gedaalde olieprijs en de gemiddelde loonkosten die niet snel zullen stijgen – onder meer door globalisering en robotisering – is er weinig aanleiding om het beleid snel te verkrappen. Dat het opkoopprogramma van de ECB in 2018 wordt afgebouwd, behoorde al tot de verwachting. En een negatieve beleidsrente bij een aantrekkende economie is te extreem. In feite is er dus niets nieuws gezegd. Wel betekent de omschakeling van extreem ruim naar ruim dat er meer volatiliteit in de markt kruipt. De eerste reactie van aandelenbeleggers is te begrijpen, maar is wel overtrokken. Want het onderliggende momentum van de wereldeconomie blijft goed, en het beleid van centrale banken blijft ver van strikt. Voor beleggers die vooral de voorkeur geven aan obligaties is de geringe stijging van de rente en de bijbehorende koersverliezen een les voor wat er aan te komen staat. Vroeg of laat zal het ECB beleid normaliseren, en dat betekent – gezien de lage couponrendementen – geregeld periodes met negatieve totaalrendementen. De vooruitzichten van aandelen zijn gunstiger. Niet alleen trekt de economie aan, waardoor bedrijfsresultaten kunnen verbeteren, ook blijft de rente per saldo laag. Daarnaast is de waardering niet extreem. Een overweging voor aandelen blijft in onze ogen ruim acht jaar na de Grote Financiële Crisis en na jaren van bovengemiddelde rendementen nog altijd aan te bevelen.

Economie, Liquiditeit en Waardering pleiten voor aandelen

Performance aandelen vs obligaties



Aandelen Core

Monetair beleid en indexbeleggen

De populariteit van indexbeleggen is na de financiële crisis toegenomen. Veel professionele beleggers werden zich bewust van het carrièrerisico gekoppeld aan het afwijken van de index. Bovendien profiteerde de gehele markt van het onconventionele monetaire beleid. Het risico bestaat dat actief voortaan minder moeite heeft om passief te verslaan.

Lage kosten

Passief beleggen gaat vooral over het laag houden van kosten. Gecorrigeerd voor het verschil in kostenbelading zijn er nauwelijks verschillen tussen actief en passief. Dat is natuurlijk ook niet zo vreemd, want bij elkaar vormen we de markt. Gecorrigeerd voor kosten ontvangen we collectief het markrendement (na kosten). Een voordeel van indexbeleggen is dat je meer zekerheid hebt over je rendement. Je krijgt immers altijd het marktrendement (minus kosten). Bij actief beleggen is dat niet het geval. Rendement kunnen boven, maar ook beneden het marktrendement liggen. Door vergelijkingssites als Morningstar, Lipper etc is het tegenwoordig eenvoudiger om rendementen met elkaar te vergelijken. Actieve fondshuizen zijn in de afgelopen jaren veel meer gaan sturen op een goede uitkomst in dergelijke vergelijkingen, met meer carrièrerisico voor individuele beheerders als gevolg. Actieve beleggers beleggen dan wel niet in de index, zij zijn zich op zijn minst bewust van de index. De nadruk is ook komen te liggen op de korte termijn. Op de volgende maand of het volgende kwartaal. Gecombineerd met de honderden miljarden instroom elk jaar richting indexbeleggen was het daardoor bijzonder lastig geworden om de index te verslaan. De aandelen in de index profiteerden immers van deze instroom, maar aandelen buiten de index bleven achter. Daar komt nog eens bij dat juist de mensen die niet succesvol waren met actief beleggen, besluiten om passief te gaan beleggen. Zo gezien wordt het dus lastiger om de concurrentie te verslaan. Wellicht dat indexbeleggen nog in omvang verder kan groeien, maar door de afnemende groeivoet lijken de kansen voor actief beleggen te keren.

Invloed monetair beleid

Het beleid van centrale bankiers sinds de crisis heeft een impuls gegeven aan indexbeleggen. Het carrièrerisico werd immers voor veel professionals een stuk actueler. Daarnaast waren marktbevingen niet langer een verzameling van de prestaties van individuele bedrijven, maar een direct gevolg van vergaande invloed van het monetaire beleid. Door de lage rente gingen beleggers op zoek naar rendement en gingen men uiteindelijk ook in aandelen beleggen. De markt raakte verslaafd aan dit monetaire beleid en de bijbehorende Risk-on-Risk-off-beweging was dan ook vooral een gevolg van monetaire koersaanpassingen. Nu het einde van dit monetaire beleid nadert, komt de vraag op wat de invloed is op de relatieve prestaties van passief in de index beleggen ten opzichte van actief beleggen. Actieve beleggers werden door hun krimpende marktaandeel gedwongen om hun kosten te verlagen. Daarnaast bood consolidatie binnen de industrie ook ruimte voor verdere kostenverlagingen. Door de lagere kosten kan actief nu beter concurreren met passief. Bovendien betekent het einde van het onconventionele monetaire beleid ook dat er een einde komt aan een periode van hoge correlatie. Wie nu de juiste keuzes maakt, wordt daar veel meer voor beloond dan in voorgaande jaren. In theorie is er ook meer ruimte voor actief beleid, nu grote delen van de markt zijn overgestapt op indexbeleggen. Daar staat tegenover dat het succes van passief beleggen deels afhankelijk is van de inspanningen van actieve beleggers om koersen zo veel mogelijk een afspiegeling te laten zijn van alle in de markt bekende informatie. En wat betreft de overdracht en de verwerking van informatie is de wereld in snel tempo veranderd. Big data en artificial intelligence zijn ook in de beleggingswereld geen onbekende begrippen meer. De actieve belegger van tegenwoordig vecht niet langer tegen de index, maar nu tegen machines die steeds meer werk uit handen nemen. En daar profiteren dan weer vooral indexbeleggers van.

Passief beleggen heeft geprofiteerd van het monetaire beleid. Het risico is dat normalisatie van dit beleid actieve beleggers in de kaart speelt

Aandelen Factor

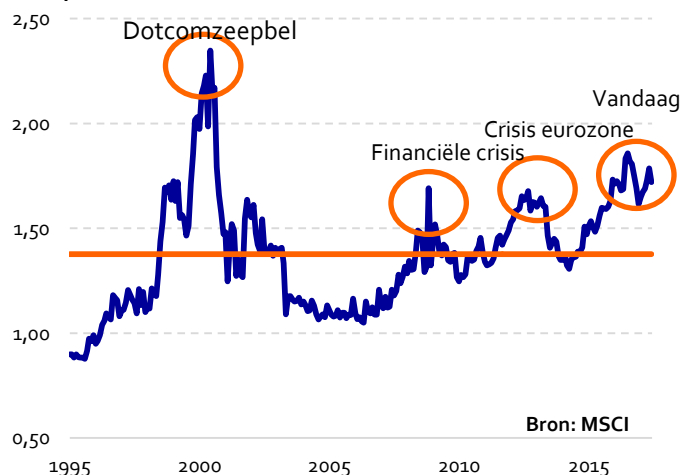
Niet value, maar factor

De eerste pleitbezorgers van value-beleggen zijn Benjamin Graham en David Dodd in de jaren dertig. Het duurde echter tot de jaren zeventig voordat wetenschappers op basis van empirisch onderzoek tot dezelfde conclusie kwamen. Factorbeleggen is een vorm van value-beleggen, maar dan zonder de scherpe kantjes.

Value-beleggen

Op basis van gegevens van Kenneth French is te berekenen dat wie één dollar in 1927 investeerde in een goedkope portefeuille en één dollar in een dure portefeuille, nu zou uitgekomen zijn op \$ 515 met de dure portefeuille en \$ 3200 met een goedkope portefeuille. De vraag is natuurlijk waarom value-beleggers worden beloond. Uit onderzoek van Lakonishok, Schleifer en Vishny blijkt dat value-aandelen niet fundamenteel risicovoller zijn dan groeiaandelen. Ook is het niet zo dat value-aandelen minder hard groeien. De groeivoet van value-bedrijven stijgt sterk na herstructurering, desinvestering of dankzij nieuw management. Beleggers zijn blijkbaar vrij hardnekkig te pessimistisch over de vooruitzichten van relatief goedkope bedrijven. Er is echter nog een andere reden. Met value-beleggen mag dan op lange termijn een veel beter rendement worden behaald dan met de markt, maar van tijd tot tijd zien we een spectaculaire outperformance van groeiaandelen waardoor veel value-beleggers precies op het verkeerde moment stoppen.

Groeipremie Wereld

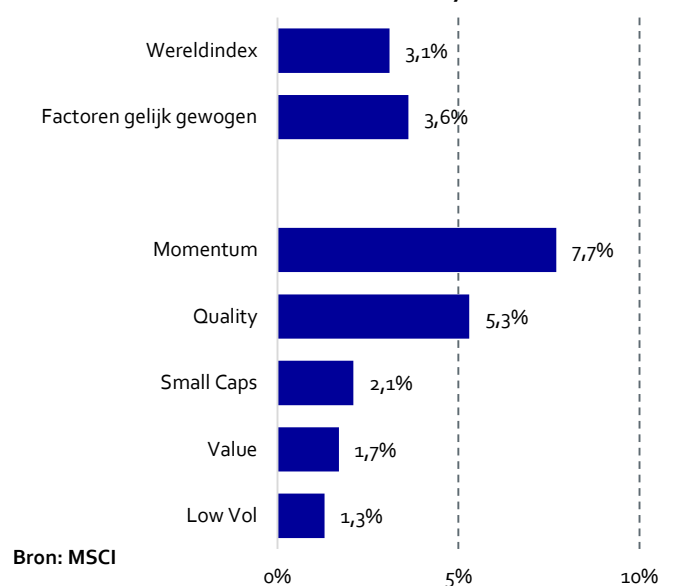


Factorbeleggen als alternatief

Op basis van de relatieve overwaardering van groeiaandelen ten opzichte van value-aandelen, lijkt het moment gekomen om nu te gaan value-beleggen. Dat betekent echter dat we er van overtuigd zouden zijn dat we dit moment zouden kunnen 'timen'. In de eerste plaats is dat niet eenvoudig, maar daarnaast blijkt de underperformance van value-aandelen juist het grootst vlak voor het moment dat de periode van outperformance start. Juist op dat moment is voor veel beleggers (of hun baas of hun klant) de pijngrens bereikt en wil men het roer omgooien. Factorbeleggen zorgt er voor dat het zover niet komt. Op het moment dat value-beleggen achterblijft bij de markt, kunnen de andere vier factoren voor compensatie zorgen. Daarmee worden de scherpe kantjes van value-beleggen gehaald, waardoor op lange termijn de value-premie kan worden geïncasseerd. Dit zorgt niet alleen voor meer consistentie. De andere factoren zijn geselecteerd, omdat ze ook op lange termijn een eigen factorpremie leveren. Het hiervoor geschetste beeld is goed zichtbaar over de eerste helft van 2017. Drie factoren blijven achter bij de markt (waaronder value), maar dankzij de overige twee factoren ligt het gelijk gewogen gemiddelde rendement toch hoger dan de brede markt.

Factorbeleggen als verkapt vorm van value-beleggen

Factoren versus de markt eerste helft 2017



Verenigde Staten

Onderwegen in portefeuille

Amerikaanse aandelen hebben tussen 2009 en 2016 vrijwel voortdurend beter gepresteerd dan het wereldgemiddelde. Daarmee is de eerdere underperformance sinds de dotcombubbel goedge maakt. De outperformance was mogelijk door de negatieve stemming rondom Amerikaanse aandelen na de crisis, adequaat monetair en fiscaal Amerikaans beleid in reactie op de crisis en concurrentievoordelen van Amerikaanse bedrijven. Alle drie bevinden zich nu op een keerpunt.

Amerikaanse aandelen zijn in

Amerikaanse aandelen zijn in. Op moment van schrijven staat de toonaangevende S&P 500 index slechts 1% onder het all-time-high, een record dat dit jaar al meerdere keren is aangescherpt. De markt focust vooral op grote IT-bedrijven die inmiddels circa een kwart van de index uitmaken. Het contrast met de periode net na de grote financiële crisis kan bijna niet groter zijn. Toen leefde de overtuiging dat de combinatie van lage groei en hoge schulden nog jarenlang boven de Amerikaanse markt zou blijven hangen. In termen van koers/omzet (winst werd er nauwelijks gemaakt) was de waardering vergelijkbaar met het wereldgemiddelde. Maar het kan verkeren. Nu zijn Amerikaanse aandelen veel duurder dan aandelen buiten de VS, meestal niet het punt waarop een langjarige outperformance begint.

Amerikaanse aandelen / rest wereld



Monetaire cyclus verder gevorderd

De Amerikaanse centrale bank was de eerste bank die de rente naar nul bracht en begon met het opkopen van obligaties. Verder begon men ook meteen met de herkapitalisatie van de banken. Dat betekent dat de kredietverlening weer snel op orde was, maar ook dat Amerikaanse bedrijven gebruik maakten van de lage rente om de winst per aandeel te optimaliseren door schulden aan te gaan en daarmee eigen aandelen in te kopen. Op dit moment heeft de Fed echter al vier keer de rente verhoogd, is er sprake van nagenoeg volledige werkgelegenheid en nemen de kansen op oververhitting (en daarmee hogere rentes) toe.

Minder concurrentievoordelen

Amerikaanse bedrijven behoren nog altijd tot de beste in de wereld. Elke Nobelprijswinnaar koopt als eerste een ticket naar de VS en nergens anders weet hij een idee zo snel om te zetten in een winstgevend bedrijf. Maar de voordelen die Amerikaanse bedrijven nog altijd hebben, zijn niet langer uniek. De kosten van vreemd vermogen liggen tegenwoordig in de hele wereld laag en ook buiten de VS is voldoende kapitaal voorhanden. Verder lopen de kosten van de Amerikaanse overheid fors op. Vooral de gezondheidszorg en allerlei ongedekte verplichtingen jagen de kosten omhoog. Arbeid in de VS was goedkoop, maar door de sterke dollar kunnen Amerikaanse bedrijven minder goed concurreren met buitenlandse bedrijven, zeker als de kosten van de gezondheidszorg hierin worden meegenomen. Vijf jaar geleden was de VS ook sterk concurrerend waar het ging om de energiekosten dankzij een overvloed aan schaliegas. Tegenwoordig is energie in de hele wereld goedkoper geworden en niet langer de reden voor een bedrijf om te kiezen voor de VS. Wat overblijft zijn de kosten van land en vastgoed. In dat opzicht is de VS wellicht nog goedkoper dan de meeste andere landen, maar er zijn hoge investeringen in infrastructuur vereist om de productiviteit hoog te houden. Afnemende concurrentievoordelen in de VS spelen bedrijven buiten de VS in de kaart.

Outperformance Amerikaanse aandelen lijkt te pieken.

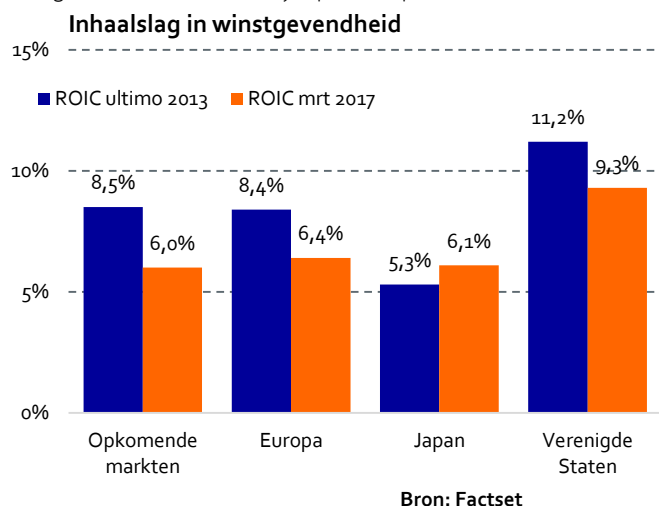
Japan

Impuls corporate governance

Het succes van Abenomics is omstreden, maar het belangrijkste onderdeel voor beleggers is de verbetering van de corporate governance. Door optimaal gebruik te maken van de 'naming-and-shaming'-cultuur in Japan stijgt de winstgevendheid. Er zit nog meer in het vat. Japanse bedrijven kunnen groeien, omdat ze een derde van hun winst uit China halen. Tegelijkertijd bestaat nog altijd een derde van de Japanse marktkapitalisatie uit liquiditeiten.

Japanse politiek

Vijf jaar na zijn aantreden ligt de positie van Shinzo Abe onder vuur. Zijn populariteit is gedaald tot het niveau Trump (36% van de bevolking steunt hem nog) door een combinatie van schandalen, onpopulaire wetten en een traag groeiende economie. Afgezien van de gouverneur van Tokio, Yuriko Koike, is er geen echte tegenkandidaat van de oppositie. Mevrouw Koike mist echter een nationaal platform. De LDP van Abe heeft nog steeds een meerderheid en daarmee moet hij het tot eind 2018 kunnen uitzingen. De bedreiging komt voor Abe van binnenuit. Wil de LDP volgend jaar de verkiezingen winnen, dan zal men bij de huidige populariteit van Abe snel kiezen voor een andere kandidaat. Mogelijk is dat Fumio Kishida, de huidige minister van buitenlandse zaken onder Abe. Maar als Koike er in slaagt à la Macron een nationale partij op te tuigen, maakt zij een goede kans om de volgende premier te worden. (die in 2020 gastheer is voor de Olympische spelen in Tokio.)



Meer transparantie

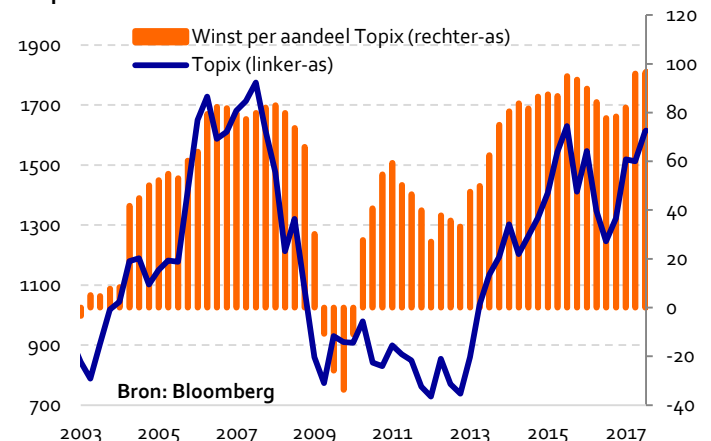
Koike wil de Japanse politiek hervormen en transparanter maken. Hoewel haar slogan 'Tokyo first' doet denken aan Trump, lijkt ze totaal niet op de Amerikaanse president. Politici die verandering willen, hebben volgens haar de plicht om te leveren. De onder Abe ingezette verbetering van de corporate governance zou dankzij haar een extra impuls kunnen krijgen. Uiteindelijk kopen beleggers niet de Japanse politiek, maar Japanse bedrijven. Die lijken uniek gepositioneerd om te profiteren van de groei in Azië en de groei in nieuwe technologieën zoals robotica, elektrische zelfsturende auto's en augmented reality.

Japan wordt nog altijd genegeerd door beleggers, maar geleidelijk stijgen de koersen in Tokio steeds verder.

Japanse waardering

Aandelen volgen op lange termijn de winst per aandeel. In Japan was eind jaren tachtig sprake van een dubbele zeepbel. Eén op de vastgoedmarkt en één in de aandelenmarkt. Het heeft meer dan vijftien jaar geduurd voordat Japanse waarderingen zijn genormaliseerd, maar sinds 2003 volgen Japanse koersen weer de bedrijfswinsten. Wij hebben Japanse aandelen in 2012 aangezet, het startpunt van Abenomics. Het moment dat Japanse aandelen naar internationale maatstaven goedkoop waren. Door de sterke winstontwikkeling in de afgelopen jaren is Japan nog altijd relatief goedkoop, zowel ten opzichte van de eigen historie als ten opzichte van andere regio's.

Topix



Pacific

Stabiel en groeiende

De Pacific ex-Japan bestaat uit Australië, Nieuw-Zeeland, Singapore en Hongkong. Hoewel deze landen op zich weinig gemeen lijken te hebben, zijn ze alle vier wel extreem gevoelig voor de ontwikkeling van de wereldhandel. Australië en Nieuw-Zeeland zijn belangrijke exporteurs van grondstoffen en agrarische producten en de havensteden Hongkong en Singapore behoren tot de meest open economieën ter wereld.

Synchroon herstel wereldeconomie

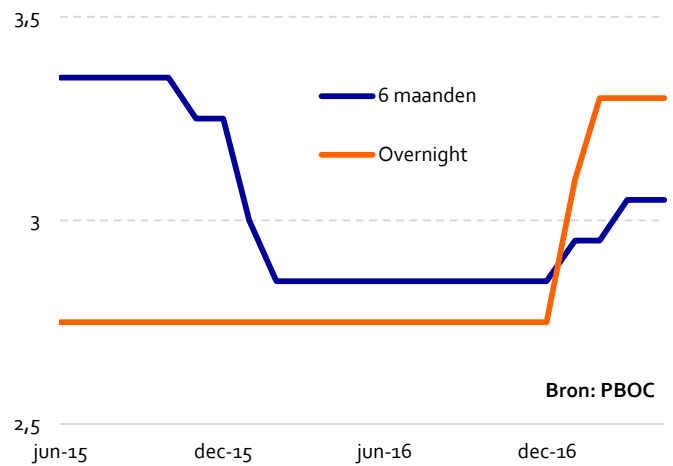
De Pacific zal blijven profiteren van het synchrone herstel van de wereldeconomie. Geleidelijk zal de deflatoire druk van de dalende grondstofprijzen wegebben en daarmee komt ook voor deze landen het eind van de monetaire verruimingscyclus in zicht. Het monetaire beleid van landen als Hongkong en Singapore is feitelijk gekoppeld aan het beleid van de Amerikaanse centrale bank. Maar ook andere landen in de regio (Filipijnen, Indonesië, Taiwan, India en China) zullen op afzienbare termijn de rente verhogen. Toch is de invloed daarvan op de aandelenmarkten van de Pacific klein. De gevoeligheid voor de ontwikkeling van de Chinese en daarmee de wereldeconomie is veel groter.

Groeivertraging China

De Chinese centrale bank (PBoC) is geleidelijk aan het verkrappen. Niet zozeer om de economische groei te remmen, maar om de kredietgroei te remmen. Inmiddels ligt de kredietgroei eindelijk beneden de nominale groeivoet van de economie, het moment waarop de schuld als percentage van het BBP niet verder stijgt. De vrees is dat de verkrapping ook de reële economie zal raken, maar dat is niet het doel van de PBoC. Het is dan ook een zeer geleidelijke verkrapping en één die er specifiek op gericht is om een wildgroei aan kredieten tegen te gaan. Ook China profiteert van de stijgende vraag in de rest van de wereld en de Chinese consumptie zelf groeit als nooit tevoren. China is goed voor circa 25% van de export uit de

Pacific-regio en sinds het tweede kwartaal van 2016 stijgt die export weer. De export naar China groeit zelfs sterker dan de export naar andere delen van de wereld.

Belenningsrente PBoC



Herstel investeringen

De economische groei kan een extra impuls krijgen als ook de investeringscyclus weer aantrekt. Het synchrone herstel van de wereldeconomie heeft er al voor gezorgd dat de bezettingsgraad is gestegen. Bij de nog altijd lage rente komt het moment dichterbij dat bedrijven in de regio weer meer gaan investeren. Die bedrijven zijn al drie jaar bezig om hun schulden terug te brengen. Daardoor zijn de vrije kasstroom en de liquiditeiten op de balans duidelijk gestegen. Er is dus ook weer ruimte om te investeren. Dat betekent dat de groei niet alleen meer afhankelijk is van de export en dat de kwaliteit van de groei zal verbeteren. Het grootste risico voor de regio blijft echter een wereldwijde groeivertraging. Vooral Australië, het land dat in het tweede kwartaal het stokje van Nederland heeft overgenomen als het OECD land met de langste ononderbroken groeiperiode, oogt dan kwetsbaar. Die kwetsbaarheid wordt overigens door de centrale bank en de Australische politiek wel degelijk onderkend. Per saldo alloceren we 3% van de aandelenportefeuille naar deze regio.

De Pacific ex-Japan bestaat uit vier verschillende landen die gemeen hebben dat ze erg gevoelig zijn voor de ontwikkeling van de wereldeconomie.

Europa

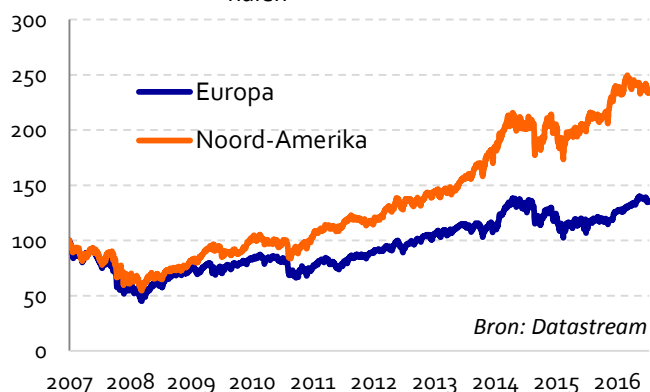
Terughoudendheid onterecht

De piek in de politieke risico's in Europa ligt achter ons. De economie en de bedrijfswinsten trekken aan, én de waardering biedt volop ruimte voor k/w-expansie. Toch weten Europese aandelen nog niet de aandacht te trekken die ze verdienen. De hogere waardering laat op zich wachten. Beleggers wachten waarschijnlijk op bevestiging dat de bedrijfswinsten het tempo van het eerste kwartaal aanhouden. Voor ons is het een kwestie van tijd voordat de interesse in Europese aandelen wordt hervat.

Politieke risico's gepiekt

Anders dan in de voorgaande jaren presteren Europese aandelen dit jaar beter dan Amerikaanse aandelen. Over de eerste helft van 2017 gaat het om een rendement van 6,7% tegen 0,7% voor Amerikaanse aandelen. Maar dat rendementsverschil komt geheel op conto van de waardedaling van de dollar. In dollars presteren Amerikaanse aandelen beter. Europese aandelen hebben nog een lange weg te gaan om de achterstand op Amerikaanse aandelen in te halen. Voor de crisis liep de performance van deze twee markten in de pas. Sinds het begin van de financiële crisis zijn ze volledig uit elkaar gaan lopen. En dat is goed terug te zien in deze grafiek, waar Amerikaanse aandelen het in afgelopen jaren veel beter deden dan Europese aandelen. Het gat is nu meer dan 100%-punt.

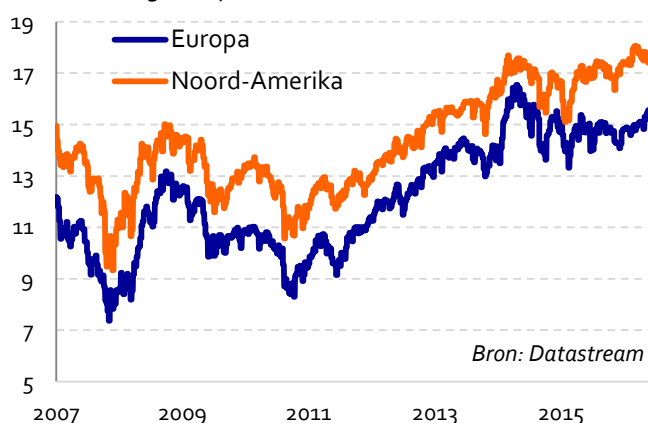
Europese aandelen hebben achterstand in te halen



De outperformance dit jaar is dan ook nauwelijks te zien over deze langere periode. De achterstand kan worden ingehaald met een rerating én hogere winstgroei. De basis hiervoor is gelegd met aantrekkende economische groei in de eurozone, aantrekkelijke kredietcondities, aantrekkende winstgroei, afnemende politieke risico's en de aantrekkelijke waardering. Wat daarbij helpt, is dat de financiële stabiliteit in Europa is verbeterd. Zo is de gemiddelde kapitaalratio in afgelopen jaren behoorlijk gestegen. En is het toezicht verbeterd, waardoor zwakheden sneller aan het licht komen. Zwakke banken worden opgedoekt met het nieuwe resolutiemechanisme. Daarbij blijft oog voor pragmatisme, zoals de situatie in Italië heeft laten zien. Ook is de periode waarin de rentecurve alsmaar vlakker werd voorbij. In de komende periode zal de rentecurve weer geleidelijk normaliseren. Dat zal de Europese kredietverlening verder ten goede komen en de winstgevendheid van banken doen verbeteren. Die maken een relatief groot deel uit van de Europese index, waardoor de outperformance in de komende tijd nog kan toenemen. Maar beleggers blijven nog terughoudend. Maar het is juist deze terughoudendheid samen met de goede winstvooruitzichten, de lage waardering en de onderwogen positionering in internationale portefeuilles die zorgen voor bovengemiddelde rendementskansen. De Franse aandelenmarkt blijft voor ons een kandidaat voor Europese outperformance. De lage waardering en het hervormingsdividend die door het beleid van Macron ten goede gaat komen aan het bedrijfsleven zijn hiervoor de aanjager.

De Franse aandelenmarkt blijft voor ons een kandidaat voor Europese outperformance.

Waardering Europese aandelen



Opkomende markten

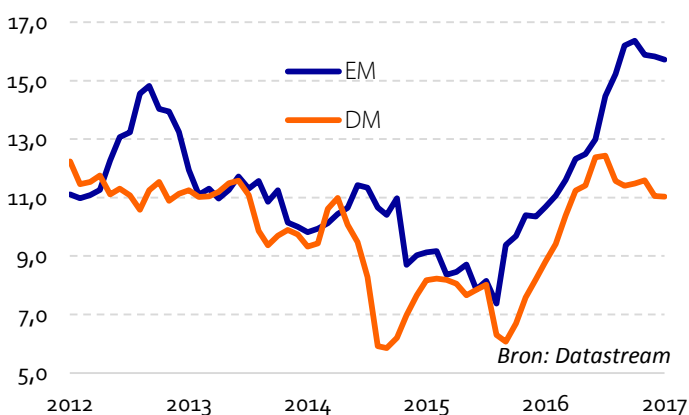
Kandidaat voor outperformance

Opkomende markten zijn de opvallende uitschieters over de eerste helft van het jaar. Vrees voor een aanhoudend sterke dollar bleek onterecht en de winstgroei zit eindelijk weer in de lift. Maar even belangrijk is de afgenomen gevoeligheid voor het reilen en zeilen van de grondstoffenmarkt. Met de opname van Chinese A-aandelen neemt deze gevoeligheid verder af. Een hoge winstgroei, aantrekkelijke waardering en de afgenomen afhankelijkheid van grondstoffen maken de assetclass een goede kandidaat voor outperformance

EM in het vizier

Sinds begin dit jaar zijn aandelen van opkomende markten duidelijk in trek. De zwakkere dollar, afgenomen vrees voor protectionisme door Trump, hervormingen in India, stabiele groei in China en de aantrekkende winstgroei maken aandelen van opkomende markten gewild. Over de eerste helft van 2017 renderen aandelen van opkomende markten 9,5%. Frontier markten blijven hierop iets achter met een rendement van 6,9%. Beide markten presteren hiermee beter dan de ontwikkelde markten, die met een rendement van 2,3% hier behoorlijk op achterblijven.

Vershil winstgroei EM en DM neemt weer toe



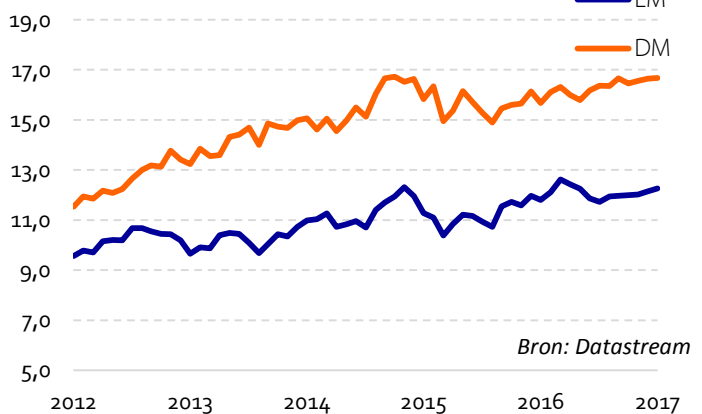
De opkomende markten en frontier markten blijven kandidaten voor outperformance. De waardering is erg aantrekkelijk, doordat deze markten in afgelopen jaren achter zijn gebleven,

maar wel de winsten wisten te laten groeien. Doordat de Fed zijn normaliseringscyclus als eerste grote centrale bank was gestart, ging de dollar een periode van appreciatie tegemoet. Door de opgelopen externe schuld in dollars waren opkomende markten hiervoor gevoelig. Die periode ligt nu achter ons nu ook de andere centrale banken in de wereld hun beleid zullen aanpassen in de komende tijd.

Indexsamenstelling verandert

Een andere aanjager voor opkomende markten is de extra aandacht die de opkomende markten index krijgt vanwege een belangrijke wijziging van de indexsamenstelling. Zo krijgen beleggers in opkomende markten vanaf 2018 ook toegang tot de Chinese A-shares, lokale aandelen in renminbi genoteerd. Nadat indexprovider MSCI dit drie jaar lang voor zich uit had geschoven, worden de Chinese aandelen in mei 2018 voor 0,7% opgenomen in de MSCI index voor opkomende markten. Dat betekent overigens niet dat de index nauwelijks exposure heeft naar China. Via Chinese bedrijven met een notering aan de beurs in Hongkong en een beperkt aantal genoteerd in buitenlandse valuta op de beurs van Shanghai en Shenzhen is het gewicht al zo'n 28%. De binnenlandse aandelen in renminbi die genoteerd staan aan de beurs van Shanghai en Shenzhen, vielen tot dusverre buiten de MSCI EM Index. Deze hebben een totale beurswaarde van circa \$ 6000 miljard. Daarmee is het na de Amerikaanse beurs de grootste ter wereld. Toch gaan niet ineens al die aandelen opgenomen worden in de MSCI EM index. Slechts 222 aandelen hebben de index gehaald, namelijk welke gekocht kunnen worden via de Shanghai-Hong Kong Stock Connect. Dat aantal gaat langzaam omhoog. Dit is een positieve ontwikkeling, omdat hiermee ook de gevoeligheid voor de grondstoffenmarkt verder afneemt.

Waarderingsverschil blijft groot



Robotica

Disruptie

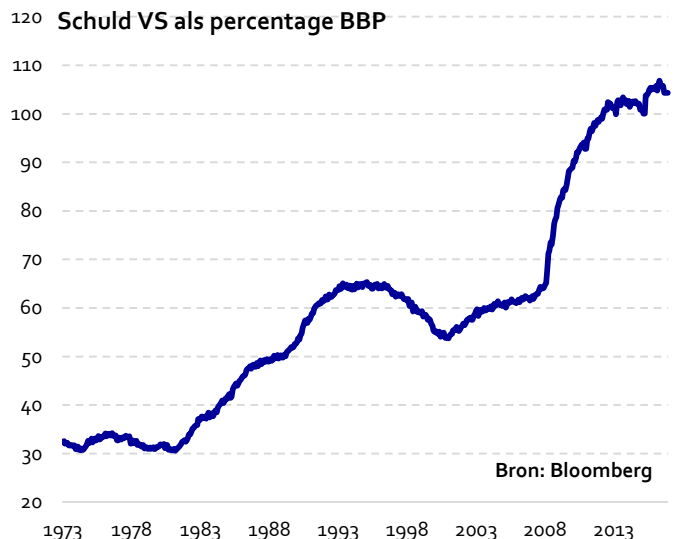
Robotica zal een grote invloed hebben op de maakindustrie. Dat raakt ook de manier hoe we de economische groei en inflatie meten.

Kostenvoordeel

De belangrijkste reden waarom we meer robots gaan gebruiken is het kostenvoordeel. Dat is nu al goed te zien in de auto-industrie. Een lasser kost in de Verenigde Staten \$ 25,- per uur, een robot doet hetzelfde werk voor \$ 8,- per uur. Dat is een te groot verschil, een verschil dat in de toekomst alleen maar groter zal worden. Een industrie waar de robot net zijn intrede heeft gedaan is de productie van elektrische apparaten. Philips was zijn tijd weer eens vooruit en produceert scheerapparaten voor heel Europa vanuit Drenthe, met robots. In Azië zijn er dagelijks nog veel handjes aan het werk in de assemblage van elektronica. Ook hier wordt echter volop geïnvesteerd in robotica om concurrerend te blijven. Na elektronica volgt ongetwijfeld de meubelindustrie. Nu zit het concurrentievoordeel nog in de lage lonen en worden veel meubels voor de Europese markt geproduceerd in het oosten van Europa. Dat zal de komende tien jaar veranderen. Sterker nog, binnen tien jaar zal 50% van alle banen in de maakindustrie vervangen worden door robots. Daarmee zal \$ 9 biljoen aan loonkosten worden bespaard volgens McKinsey. Zelfs als het tempo wat trager verloopt, is de impact van deze ontwikkeling enorm. Ontwikkelde landen hebben een voordeel ten opzichte van China. In China moeten honderden miljoenen arbeiders aan het werk worden gehouden. In de ontwikkelde landen is het juist lastig om mensen te krijgen en gekwalificeerd personeel is duur. De beste manier om de concurrentie met de Chinezen aan te gaan, is door robots te installeren. Veel mensen denken dat robots banen kosten, maar lokaal bezien is het tegendeel het geval. Zo is binnen Europa de robotdichtheid het hoogst in Duitsland en het laagst in het Verenigd Koninkrijk. Maar juist in het Verenigd Koninkrijk zijn er veel banen in de maakindustrie verdwenen, terwijl in Duitsland het aantal banen eerder is gestegen. Uiteindelijk gaat het om het concurrerend vermogen, om lagere kosten. Daar helpt zelfs Brexit niet bij.

Economische krimp en deflatie

Als 50% van alle banen in de maakindustrie verloren gaat, binnen nu en tien jaar, zal de werkloosheid dramatisch stijgen. Het kan bijna niet anders of dat drukt de inflatie. In de VS werken ongeveer 15 miljoen mensen in de maakindustrie, waarvan de helft dus hun baan verliest in de komende tien jaar. In Duitsland werken 8 miljoen mensen in de maakindustrie. Verschil tussen de VS en Duitsland is dat in dat laatste land de beroepsbevolking krimpt. De totale beroepsbevolking in Duitsland bestaat uit 42 miljoen mensen, maar die krimpt naar 32 miljoen in 2050. Duitsland lijkt dus beter bestand tegen robotisering dan de Verenigde Staten, maar vergeet niet dat de auto-industrie een belangrijk onderdeel is van die maakindustrie. Daar zijn eigenlijk alleen maar verliezers. Omdat we straks 90% minder auto's nodig hebben, omdat mensen zelfsturende elektrische auto's delen. Dit is slechts één voorbeeld hoe groot de impact van de IT-revolutie is op economie en inflatie. Het blijft moeilijk om in deze moderne tijd deze grootheden te vatten. Op het moment dat de prijs van een postzegel omhoog gaat draagt het bij aan de inflatie, maar als de brief vervangen wordt door een Whatsapp draagt niets meer bij aan groei of inflatie. Het is wat we noemen goede deflatie, zo goed dat dankzij de Whatsapps, AirBnBs en de Easyjets mensen hun bestedingspatroon op peil kunnen houden, ondanks stagnerende inkomens. Zo veel deflatie dat overheden sinds de jaren tachtig (Reagan, Thatcher) hun schulden ongestraft konden laten groeien, zonder dat het inflatiespook uit de jaren zeventig opdook. De productiviteitsimpuls van robotica gaat veel verder dan we tot nu toe hebben gezien. Ook in de industriële revolutie zat de echte innovatie in de staart.



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.

Regionale verdeling

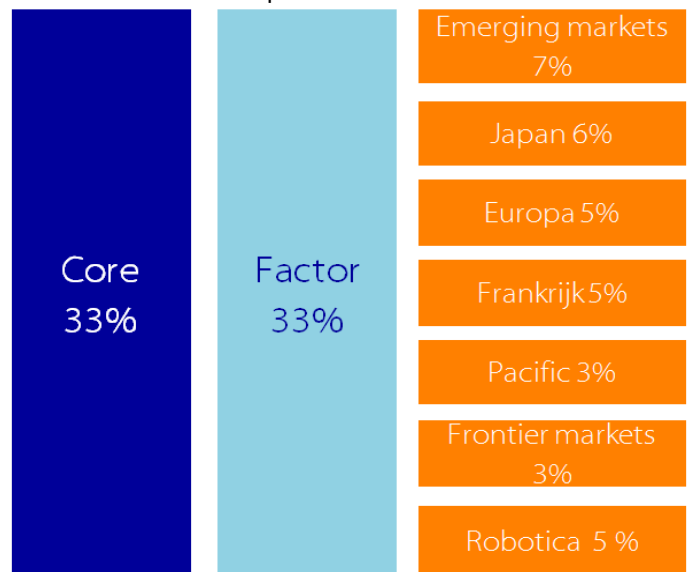
Amerikaanse aandelen bleven in het tweede kwartaal circa 1,5% achter bij de wereldindex. Dat was ook al het geval in het eerste kwartaal en daarmee komt aan een vrijwel onafgebroken periode van Amerikaanse outperformance sinds 2008 een voorlopig einde. Wij gaan er van uit dat Amerikaanse aandelen zullen achterblijven bij aandelen uit andere regio's op basis van de volgende argumentatie. Allereerst zijn Amerikaanse aandelen veel duurder dan aandelen buiten de Verenigde Staten, zeker gezien de historisch hoge winstmarges. Bovendien hebben Amerikaanse bedrijven optimaal gebruik gemaakt van het monetaire beleid om met hun balans de winst per aandeel verder te verhogen. Daarnaast is het monetaire beleid in de Verenigde Staten verder gevorderd dan daarbuiten, het moment dat financiële markten daar last van kunnen krijgen, komt dichterbij. De lage werkloosheid en de voorspoedige economische ontwikkeling zullen er voor zorgen dat de Fed nog vaker de rente zal verhogen. Verder zijn aandelen buiten de Verenigde Staten niet alleen veel lager gewaardeerd, ze bieden ook meer winstherstelpotentieel door de hogere gevoeligheid voor de economische cyclus. Desondanks bevat de Amerikaanse beurs voldoende interessante wereldspelers met als gevolg dat

Noord-Amerika nog altijd de zwaarst wegende regio in portefeuille is, alleen minder zwaar dan in de benchmark. Bijkomend gevolg is een evenwichtiger spreiding over de verschillende regio's

Thema Robotica

Het thema Robotica is breder dan de naam zou doen vermoeden. Van bovenaf bezien vergelijken we de huidige IT-revolutie met de effecten van de industriële revolutie. Daar waar het in de industriële revolutie ging om het automatiseren van menselijke spierkracht, gaat het nu om het automatiseren van menselijke denkkraft. Verschillende nieuwe technologieën komen samen waardoor tal van nieuwe toepassingen mogelijk zijn. Daarbij is het onmogelijk te voorspellen welke nieuwe toepassing zal zorgen voor grote maatschappelijke veranderingen. De geschiedenis leert dat het soms kleine relatief goedkope zaken zijn. Zo was het niet de Gutenberg-drukpers, maar het gebruik van papier dat zorgde voor een grote omwenteling: de Verlichting en de wetenschap zoals we die vandaag kennen. Zonder prikkeldraad kon de Amerikaanse economie niet snel groeien. Pas na de bescherming van hun bezit, kwam voor de Amerikaanse boeren de prikkel om te investeren en het land te verbeteren. En zonder de uitvinding van de container was globalisering onmogelijk geweest. Wat dit keer voor de verandering kan zorgen, blijft gissen. Wel proberen we met dit deel van de portefeuille optimaal voorbereid te zijn op de winnaars van morgen.

Core-Factor-Satellite portefeuille



Obligatieportefeuille

Voorkeur voor global bonds blijft

Ook na de rentestijging van de afgelopen maanden is de verhouding tussen rendement en risico in obligaties nog scheef. We denken nog steeds dat de belegger in aandelen beter wordt beloond voor risico dan in obligaties. Tegenover een overwogen positie in aandelen vullen wij de obligatieportefeuille voorzichtig in. Toch is het renterisico momenteel groter dan het kredietrisico, zodat wij geen afscheid nemen van historisch duur ogende bedrijfsobligaties en highyield.

Hoewel niet meer zo laag als een jaar geleden toen het effectief rendement slechts 0,2% bedroeg, is het rendement van de obligatiemarkt, gemeten aan de Barclays EuroAggregate index, nog steeds laag (op het moment van schrijven 0,67%). Het is daarom verleidelijk om buiten de euro naar obligaties te kijken. Het rendement van de wereldobligatie-index is ongeveer 1,67% en dat is een aanzienlijk verschil. Uiteraard willen wij over die wereldwijde obligaties geen valutarisico lopen want het valutarisico is vele malen groter dan het risico van de obligatie zelf. Daarom hebben wij beleggingsfondsen geselecteerd die deze afdekking kunnen verzorgen. 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 nu wordt opgegeten door de kosten van de valutaafdekking. Toch opteren wij voor een positie in global bonds. Zodoende kunnen we in andere markten actief zijn, waar de obligatiemarkt minder overspannen oogt. Gelet op de lage rendementen en de gevoeligheid voor kosten, hebben we dit voor een groot deel passief ingevuld, maar er is zeker ruimte voor actief beheer in deze categorie.

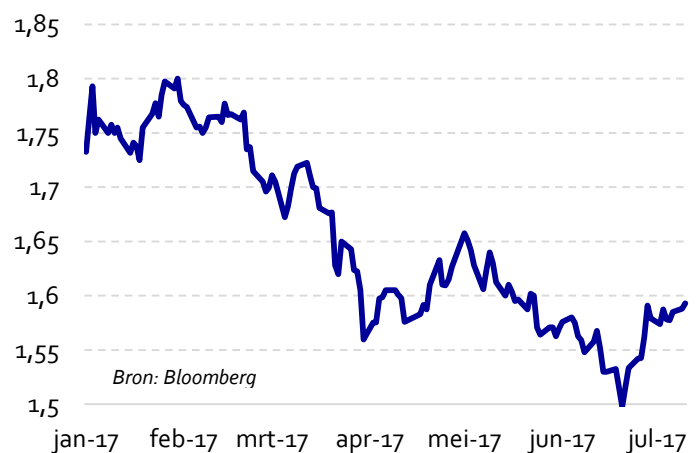
Naast de bestaande positie in global bonds, die een brede belegging is en dus vooral staatsleningen betreft, zijn wij ook bij investment grade bedrijfsobligaties de draai gaan maken van euro credit naar global credit. De hogere rente in de VS overtreft in combinatie met de hogere kredietopslagen op

bedrijfsobligaties aldaar, de kosten van de valutahedge. In de zoektocht naar rendement zijn de kredietopslagen in highyield aanzienlijk afgenomen. Op het huidige niveau is er geen vergoeding voor een bovengemiddeld aantal kredietverliezen in de toekomst. Nu zijn die ook niet te verwachten, maar er is niet veel voor nodig om spreads weer te laten uitlopen.

Tegenover de succesvolle belegging in global bonds en global credits staat de teleurstellende performance van de belegging in inflatieleningen. Deze positie is niet opgezet met hoge rendementsverwachtingen maar in de verwachting dat als de lange rente zou gaan oplopen, dat ook de inflatieverwachtingen zouden gaan toenemen. Dan zouden de inflatieleningen in elk geval minder dalen dan reguliere staatsleningen. Tot dusverre blijft de lange termijn inflatieverwachting onverminderd laag. De markt prijst een jaarlijkse inflatie van 1,4% in voor de komende tien jaar. De hernieuwde val van de grondstoffenprijzen kan daarbij een rol spelen. Opmerkelijker is dat de looninflatie zo laag blijft, ondanks een sterk aantrekkende arbeidsmarkt. Op de achtergrond speelt de deflatoire kracht van de wereldwijde concurrentie een rol. Die is niet verminderd, ondanks de retoriek van bijvoorbeeld de nieuwbakken president van de VS. Zijn border adjustment tax lijkt echter van de baan en de trend van globalisering lijkt niet gekeerd. Het is duidelijk dat de centrale banken wel een hogere inflatie nastreven en dat geeft ons het gevoel hiermee een veilige positie in portefeuille te hebben.

Inflatieverwachtingen blijven onverminderd laag.

Langetermijn inflatieverwachtingen



Staatsobligaties

Renteverhoging ondanks lage inflatie

Het begint er steeds meer naar uit te zien dat het dieptepunt in de rentetarieven van vorig jaar definitief achter ons ligt. Een hogere rente is goed nieuws op termijn, maar op korte termijn houdt het de rendementskansen zeer laag.

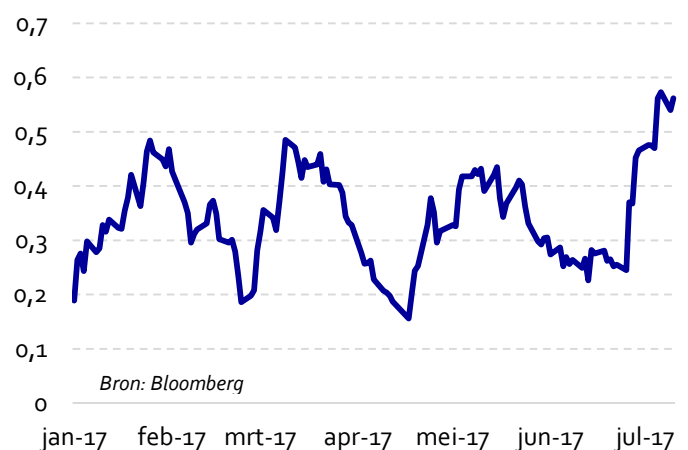
Na de forse rentestijging eind vorig jaar raken beleggers zich steeds meer bewust van het risico van obligaties. Twee maanden op rij verloren de Europese obligaties ruim 3% in waarde. Herstel is nog steeds niet zichtbaar. De tienjaarsrente is in Duitsland boven de 0,5% uitgekomen. Een jaar geleden was het rendement op de Bund nog negatief. Nog steeds staat er voor \$ 9.000 miljard aan staatsschuld op negatieve rentes, maar de kans dat dit blijft voortduren, neemt af. De markt sorteert voor op een omslag in het denken bij de centrale banken. Die lijken in toenemende mate door de aanhoudend lage inflatiecijfers heen te willen kijken. Ze proberen de rentetarieven te normaliseren, nu veel er op wijst dat de economie dat kan trekken. Na drie renteverhogingen door de Amerikaanse centrale bank in zes maanden tijd gaan ook andere centrale banken een restrictiever beleid voeren. In Canada en het Verenigd Koninkrijk lijkt een renteverhoging op handen. In het VK zou dat voor het eerst in tien jaar zijn.

De vraag is wanneer de ECB de negatieve rentes zal gaan beëindigen. Er lijkt daarover tweespalt te zijn ontstaan.

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 krachten in de gehele eurozone weer bij de doelstelling geraken van bijna 2%. Aan die eisen is nog lang niet voldaan. De inflatie heeft slechts kort de 2% aangetikt, maar zal nu verder dalen door de val van de olieprijs. 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. De enige plek waar de inflatie wel hoog oploopt, is het VK maar daar is het te wijten aan de sterke

daling van het pond sinds de beslissing uit de EU te treden. Binnen de Bank of England zijn nu meerdere leden voor een renteverhoging; die zou de eerste in tien jaar tijd zijn. Maar de Bank of England staat niet alleen. De Bank of Canada lijkt het voorbeeld van de Fed te willen gaan volgen. En ook binnen de ECB is er 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. Dat is een grote omslag tegenover een jaar geleden toen het heersende gevoel was dat het beleid van Draghi niet ging helpen en de ECB mogelijk nog meer zou (moeten) gaan doen. Of de ECB een rentestap wil doen voordat het obligatie-inkoopprogramma is afgelopen, is overigens twijfelachtig. Naar verwachting zal over de reductie van het inkoopprogramma in september meer duidelijkheid volgen. Vermoedelijk zal het opkoopprogramma in 2018 verder worden teruggebracht en zal de ECB hiermee in 2019 zijn gestopt. De ECB heeft de inkoop van obligaties al teruggebracht van € 80 miljard naar € 60 miljard per maand. In Nederland en Duitsland is de rente voor alle looptijden dit jaar met circa 0,2%-punt gestegen. Hoewel dat een kleine rentestijging is, is het lopend rendement nog zo laag dat dit voor het gehele jaar een negatief resultaat oplevert. Dat komt bovenop het verlies uit het vierde kwartaal van vorig jaar. 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.

Duitse 10-jaars rente



Bedrijfsobligaties

Kredietcyclus nog niet gekeerd

De kredietopslag op investment grade bedrijfsobligaties neemt af. Daaruit blijkt dat deze categorie iets minder renterisico draagt. De onrust in de aandelenmarkten is niet ongunstig: de kredietcyclus is nog niet gekeerd.

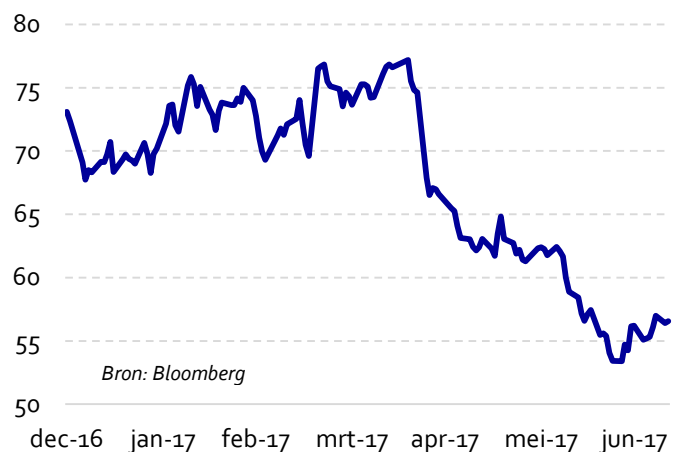
Stijgende rentes en daling op de aandelenmarkten zijn doorgaans slechte ingrediënten voor de markt voor bedrijfsobligaties. Als de rente stijgt, is dat natuurlijk sowieso negatief omdat het de waarde van bestaande obligaties onder druk zet. Het wordt echter gecompenseerd door een daling van de kredietopslagen. Dit bewijst dat de markt voor bedrijfsobligaties op dit moment nog niet erg rentegevoelig is, ondanks het feit dat er steeds meer obligaties worden uitgegeven met steeds langere looptijden. De voornaamste reden is dat de rentemarkt nu normaliseert. De hoeveelheid obligaties met een negatieve rente neemt af. Omdat bedrijfsobligaties maar zelden een negatieve rente hebben, is die normalisering geen punt van zorg. De rendementen op bedrijfsobligaties veranderen er nauwelijks door. De kredietopslag op bedrijfsobligaties neemt hierdoor af. Dat bevestigt het beeld dat een groot deel van de forse kredietopslagen te danken was aan de negatieve rentes en geen angst voor kredietverliezen belichaamt, waarvoor de opslag normaliter is bedoeld.

Dat de kredietopslagen afnemen, terwijl de aandelenmarkt onder druk ligt, is een teken aan de wand. Normaal zou onrust op de aandelenmarkten een risico-aversie in de markt weerspiegelen. Die zou dan ook zijn weerslag hebben op de kredietopslagen. De kredietopslagen zijn echter afgenomen tot beneden de 0,6%, wat sinds de kredietcrisis zo ongeveer het dieptepunt is. Dat betekent dat de obligatiemarkt zich geen zorgen maakt over het kredietrisico en de conjunctuur. De onrust op de aandelenmarkt is eerder goed nieuws omdat het voorkomt dat er een jubelstemming op aandelenmarkten zou zijn die de kredietstandaarden zou aantasten. Grote met schuld gefinancierde bedrijfsovernames zouden mogelijk extra aandeelhouderswaarde kunnen ontsluiten, maar een groeiend

risico vormen voor obligatiehouders. Traditioneel in de kredietcyclus is er na de fase waarin aandelen- en kredietmarkten het beide goed doen, een periode dat krediet achterblijft en aandelen een uitbundige fase doormaken. Die fase lijkt voor krediet nog niet aangebroken.

De goede relatieve performance van Bedrijfsobligaties betekent dat de markt de grote uitgiftes van nieuwe bedrijfsobligaties goed weet op te nemen, ondanks het terugschalen van de inkoop van obligaties door de ECB. De ECB heeft het obligatie-opkoopprogramma verminderd met 25%. Voor bedrijfsobligaties is er echter duidelijk minder verminderd: met circa 13%. In hoeverre dat een beleidskeuze is van de ECB, daarover heeft het geen uitspraak gedaan. Het lijkt er echter wel op dat de ECB gedacht heeft dat het hier meer resultaat zou kunnen halen en daarom de vermindering meer in het staatsobligatiesegment heeft gezocht. Ondanks de reductie in het opkoopprogramma heeft de ECB dit jaar ruwweg de helft van de emissiekalender van nieuw uitgegeven obligaties gekocht, welke aan de voorwaarden voldoen. Weliswaar is er een fors deel dat niet aan de voorwaarden voldoet, maar ook dergelijke obligaties profiteren van het feit dat obligaties voor vergelijkbare instellingen zo gunstig zijn geprijsd. Dat leidt er dan ook toe dat er veel bedrijven zijn van buiten de Eurozone die obligaties in euro hebben uitgegeven. Die worden dan niet door de ECB gekocht, maar zijn wel een alternatief voor wie obligaties van een bepaalde kwaliteit zoekt. Daardoor heeft het ECB beleid wereldwijde consequenties.

iTraxx 5jaar kredietopslag in basispunten



Bank obligaties

Vertrouwen neemt toe na failliet

Opvallend genoeg zorgt de default van de Spaanse Banco Popular voor een toenemend vertrouwen in de bankobligaties. Er is geen sprake van paniekverkopen nadat het verlies genomen is. De ruime opslag op de zogeheten coco's ten opzichte van gewone achtergestelde obligaties kan verder gaan afnemen.

Het failliet van Banco Popular kwam nog tamelijk onverwacht. De Spaanse bank heeft veel kredieten verstrekt aan het midden- en kleinbedrijf. Het zou daarom goed moeten kunnen profiteren van het ferme herstel van de Spaanse economie. Dat bleek echter maar mondjesmaat te gebeuren. Het vertrouwen dat de bank de verliezen kon dragen, nam af en de toezichthouder heeft ingegrepen. Alle achtergestelde obligaties van Popular zijn waardeloos geworden en een deel van de activa is door de staat gegarandeerd. Vervolgens kon de rest voor € 1 aan Banco Santander worden overgedragen dat een miljardenemissie deed om de balans te versterken. De senior obligaties bleven zodoende in tact. Met deze herstructurering bleek dat de ECB kordaat optreedt als een grote bank met een bank run te maken krijgt. Het slechte nieuws is dat de coco snel waardeloos kan worden als de bank in moeilijkheden geraakt. Het goede nieuws is dat dit geldt voor alle achtergestelde obligaties van de bank. Op dit moment zit er nog een groot rendementsverschil tussen de diep achtergestelde coco's en de gewone achtergestelde obligaties.

Het feit dat coco's onder voorwaarden kunnen worden omgezet in aandelen, is een belangrijke reden waarom ze door veel obligatiebeleggers niet als obligatie geaccepteerd worden. Dat geldt ook voor de obligatiebenchmarks. De kans op omzetting naar aandelen is echter 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 13,6% voor de Europese banken (versus 13,0% een jaar geleden) en voor Nederlandse banken is dat 15,0% (tegen 14,3% een jaar

terug). Voor dat dit niveau wordt bereikt, grijpt de toezichthouder al in en worden alle achtergestelde obligaties uitgenomen. Met de afwikkeling van Popular is een voorbeeld gesteld waarlangs beleggers de risico's nu kunnen afmeten. In Italië heeft het veel langer geduurd voor enkele noodlijdende banken zijn gesaneerd. De makke was daar dat de bank veel achtergesteld kapitaal had aangetrokken van hun particuliere klanten. Daardoor was er veel politieke tegenstand. De banken in kwestie waren al lang niet meer solvabel en hun ondergang was dan ook geen verrassing. Het probleem daar was veeleer de angst dat de goed gekapitaliseerde banken zouden worden gedwongen de verliezen over te nemen.

Ook hier blijkt dus weer dat slecht nieuws beter door de markt wordt verwerkt dan onzekerheid. Lang werd gedacht dat de coco-markt een enorme sell-off zou zien als er een bank een coupon zou missen, een obligatie niet vroegtijdig zou aflossen en zeker als er één waardeloos zou worden. Van een domino-effect was echter geen sprake na dit spraakmakende faillissement van Banco Popular. De obligaties van de sterke Spaanse banken hadden allesbehalve te lijden onder het omvallen van hun zwakke broeder. De ervaring moet het vertrouwen van beleggers in de asset klasse bevorderen. Dat de coco een blijvertje is, blijkt ook uit het feit dat deze obligaties nu ook buiten de EU worden uitgegeven, zoals in Australië. Daardoor kunnen beleggers hier enige spreiding in hun portefeuille gaan zien en zullen meer beleggers de obligaties durven op te nemen.

Coco kredietopslag (%)



Bron: Bloomberg

Highyield obligaties

Overvloed aan financiering

Het rendement op highyield obligaties is historisch laag. Ook de kredietopslag is nu historisch laag. De waardering is dus lang niet zo aantrekkelijk als een jaar geleden. Het is echter nog vroeg om een omslag in de cyclus te voorspellen. Kredietverliezen zullen voorlopig beperkt blijven. Ook is de rentegevoeligheid beperkt.

Als we het rendement op highyield obligaties vergelijken met langjarige reeksen van kredietverliezen, dan is de opslag nog 1,5% - 2,0% boven de normaliter te verwachten kredietverliezen. Dat komt ruwweg overeen met de gebruikelijke risico-vergoeding voor beleggers in bedrijfsobligaties. De kredietopslagen kunnen gemakkelijk toenemen als de onrust in de markt zou toenemen over de conjunctuur. De economie in de VS heeft al een lange periode van groei achter zich en de kans is groot dat in de komende vijf jaar weer een recessie in zicht komt.

De vooruitzichten voor kredietverliezen zijn nog steeds 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 plots verslechtert. Dat is ook een verschil tussen de huidige situatie in de energiesector en die van enkele jaren geleden. Toen kwamen veel partijen in zwaar weer door de daling van de olieprijs, maar inmiddels heeft men de kostenbasis aangepast en voldoende langlopende financiering aangetrokken, zodat een schuldenprobleem zich niet snel zal voordoen.

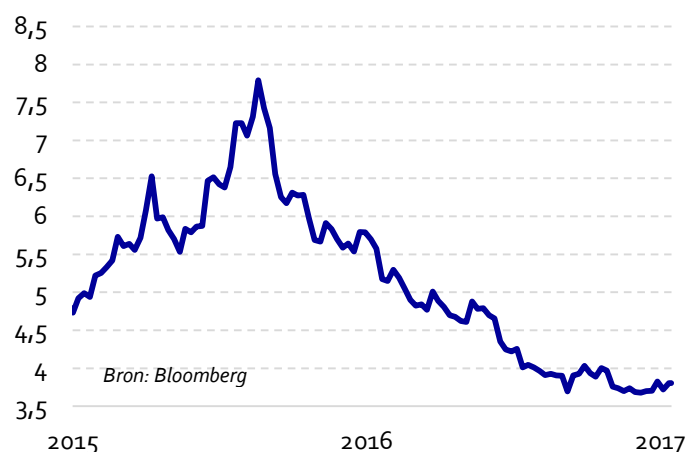
Mede omdat bedrijven voorlopig van voldoende financiering zijn voorzien, is de kans op een recessie op korte termijn behoorlijk klein. Vroeger hadden bedrijven veel bancair krediet aangetrokken met daarin convenanten begrepen die het bedrijf dwongen de balans te versterken als er aan bepaalde ratio's 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 bedrijfsbalansen ogen overwegend sterk. De schuldenlast neemt af en de rentedekking verbetert doordat zowel de coupons dalen door de lagere markrente als aan de andere kant de bedrijfsresultaten toenemen. Zelfs als de rente zou normaliseren, zou de rentelast nog steeds goed te dragen zijn voor het merendeel van de bedrijven.

De gunstige financieringsvoorwaarden voor bedrijven op dit moment betekenen wel dat de schuldeisers minder snel kunnen ingrijpen bij economische tegenslag. Vroeger waren er convenanten waaraan bedrijven moesten voldoen, anders was de lening direct opeisbaar. Nu de convenanten erg ruim zijn en de financiering voor vele jaren is aangetrokken, kan een bedrijf lang het hoofd boven water houden. Dat is goed als het een tijdelijke dip in de afzet moet overwinnen, maar maakt het krediet kwetsbaar als een bedrijf zijn afzetmarkten duurzaam ziet verslechteren. Doordat er dan niet snel is ingegrepen, kan de terugwinning bij een faillissement in de toekomst een stuk lager zijn dan in het verleden gebruikelijk was. Een van de meest kwetsbare sectoren is de detailhandel die sterk lijdt onder overaanbod en de concurrentie met online.

Een van de aantrekkelijke aspecten van high yield op dit moment is de beperkte looptijd die het heeft, waardoor de gevoeligheid voor rentebewegingen niet groot is. Waar high yield obligaties een duur hebben van gemiddeld circa 4 jaar, is dat voor investment grade en emerging markets circa drie jaar meer. Een procentpunt rentestijging hakt er bij high yield obligaties daarom niet zo hard in, mocht er een renteschok optreden. Naast 3% minder koersverlies zorgt de kredietopslag van circa 3,8% er voor dat op jaarbasis een positief rendement resteert bij een dergelijke rentebeweging.

Kredietopslag Global highyield (%)



EM debt

Potentie Trump blijkt geen gevaar

Het grote enthousiasme voor schuld papier van emerging markets heeft ons verrast. De renteverhoging van de Fed heeft de markt goed doorstaan. Dat neemt niet weg dat wij toch terughoudend blijven, want er zijn legio risico's.

Het rendement van emerging market schuld papier dit jaar is vooral te danken geweest aan Donald Trump. Hij blijkt veel pragmatischer te zijn in zijn handelsbeleid dan beleggers na zijn verkiezing hadden gevreesd. De gevreesde border adjustment tax lijkt er niet te gaan komen. Die had grote handelsbelemmeringen kunnen opwerpen.

Daarmee is een grote risicofactor weggestreept. Ook de andere externe factor – het rentebeleid in de VS – geeft weinig problemen voor de Fed. Dat komt omdat de VS er in slaagt de dollar te verzwakken nadat die eerder behoorlijk was aangetrokken. Het lukt de emerging markets daarom heel goed om extern kapitaal aan te trekken. De instroom in emerging markets schuld papier is aanzienlijk. De ETF's hadden een marginaal bestaan, maar tonen de afgelopen maanden een forse instroom. Gerenommeerde beleggingsfondsen zijn gesloten voor nieuwe inschrijvingen. Dat is allemaal positief, maar de vraag is of het niet erg doorschiet.

Twee zaken zorgen voor twijfel: de waardering en het feit dat er grote onzekerheden zijn in sommige emerging markets.

Allereerst de waardering. Het rendement op emerging market schuld papier met een investment grade rating is nauwelijks hoger dan dat op investment grade bedrijfsobligaties in ontwikkelde markten. Het rendement moet dan ook komen uit ofwel de valuta's ofwel uit de landen met een zeer hoge spread en een lage rating van ruim beneden investment grade. Een voorbeeld van de laatste is Argentinië. Dat land heeft eindelijk een regering die serieuze hervormingen wil doorvoeren en het verleden graag achter zich wil laten. Het enthousiasme onder beleggers is echter na 18 maanden Macri zo groot dat het land nu een obligatie heeft uitgegeven met een looptijd van 100 jaar. De obligatie draagt een coupon van

7,125% en is uitgegeven op 90%, dus met een effectief rendement van circa 8%. Daar spreekt een opmerkelijk groot vertrouwen van de markt uit dat Argentinië de draai ten goede heeft ingezet. In de afgelopen honderd jaar is Argentinië immers vijf keer failliet gegaan, waarvan de laatste drie keer niet eens zo lang geleden. Als het vertrouwen van de markt in Macri de komende vijf jaar verder groeit en de obligaties van Argentinië een status krijgen als die van de betere Latijns-Amerikaanse landen, dan is er desondanks veel koerspotentie voor deze obligatie. Je kunt je dan wel de vraag stellen of het van Argentinië een slimme zet is om een obligatie met een dergelijke hoge coupon in vreemde valuta aan te trekken. Het zou maar zo de basis kunnen leggen voor weer een faillissement in de toekomst. Op korte termijn zou de hernieuwde daling van de olieprijs een risico kunnen zijn, maar dan vooral voor al zeer kwetsbare landen als Venezuela. Voor landen als Rusland is de kans op een default nauwelijks aanwezig. Spannender is de situatie in Brazilië. Aangezien dit een van de grootste schuldenaren is, is dit hoog gewogen in de indices en daarmee in de meeste beleggingsfondsen. Op dit moment accepteert de markt de onzekerheid over de Braziliaanse president. Als die onverhoopt moet aftreden, komt Brazilië in een machtsvacuüm. Er is sowieso grote onzekerheid over wie er in 2019 president wordt. In het verleden zou een dergelijke onzekerheid de markt sterk hebben beroerd, maar op dit moment regeert de hoop dat het straks beter wordt. Daardoor is het neerwaarts risico voor Brazilië tamelijk groot. We blijven terughoudend met het opnemen van emerging market obligaties uit angst voor het oplopen van de kredietopslagen in een meer risicoavers marktklimaat.

EMBI spread in basispunten



Maatschappelijk verantwoord beleggen

Tabak is de sigaar

De discussie rondom beleggen in tabak is onlangs weer opgelaaid. Rabobank staat voor een maatschappelijk verantwoord beleggingsbeleid waar veel van onze klanten zich in herkennen. Wij hebben klanten die tabak per se willen uitsluiten, klanten die het niet uitmaakt en klanten die totaal geen problemen hebben met beleggingen in tabak. Maar anders dan bij een pensioenfonds, waar de gemaakte keuzes voor alle deelnemers van toepassing zijn, hebben onze klanten wat te kiezen. En de keuze om tabaksvrij te beleggen ligt niet in de verre toekomst, maar bieden wij al geruime tijd actief aan. De aandelen van tabaksbedrijven, alcoholproducenten en gokbedrijven staan bij duurzame beleggers al geruime tijd te boek als "sin stocks". Deze beleggingstitels worden vaak uitgesloten omdat ze niet verenigbaar zijn met de waarden van deze beleggers. Bijvoorbeeld omdat de producten die deze bedrijven maken, schade aanrichten aan de gezondheid of op andere manieren veel maatschappelijk of menselijk leed veroorzaken.

Een veranderd tijdsbeeld

De huidige tijdsgeest vraagt om een respons. De maatschappelijke kosten van roken zijn immers hoog. Om te bepalen of een belegging in tabak (of alcohol, of casino's) ethisch verantwoord is, worden door beleggers diverse maatstaven gebruikt. Sommigen gebruiken de wet als maatstaf; is het product legaal? Andere beleggers redeneren dat als consumenten uit vrije wil kunnen bepalen of zij deze producten willen consumeren dergelijke beleggingen moeten kunnen. Weer andere beleggers kijken naar hun achterban: het Pensioenfonds Zorg en Welzijn sluit tabak inmiddels uit, net als

het Pensioenfonds van de Huisartsen en het Pensioenfonds van de Medisch Specialististen.

ABP sluit tabaksbedrijven nog niet uit, maar deelnemers en belangengroepen voeren de druk op. De meeste mainstream fondshuizen sluiten tabak ook nog niet uit voor hun investeringen, tenzij het hun duurzame fondsen betreft. Het zijn vaak geen gemakkelijke discussies. Een snelle blik op de cijfers leert dat het uitsluiten van tabak een principe is dat geld kost. Of dat in de toekomst zo gaat zijn is moeilijk aan te geven, maar beleggingen in tabak waren in het verleden zeer profijtelijk.

In die zin is ook beleggen in tabak heel verslavend.

Beleggen in tabak is heel verslavend, maar stoppen wordt steeds gemakkelijker



Bron: R. J. Reynolds Tobacco Company

Hoe zit Rabobank er in? Voor zover het de kredietverlening betreft, geldt dat Rabobank sinds 2008 geen leningen meer aan de tabaksindustrie verstrekt en er geen leningen meer bij tabaksproducenten open staan. Alleen de kleine tabaksteelt in ontwikkelingslanden en het MKB (denk aan tabakswinkels) vormen hierop een uitzondering.

Ten aanzien van maatschappelijk verantwoord beleggen neemt

Rabobank haar verantwoordelijkheid, door de lat steeds iets hoger te leggen als nieuwe inzichten daar aanleiding toe geven. Het maatschappelijk debat rond tabak is van invloed. Het onderwerp komt met regelmaat ter sprake in de doorlopende discussie die we voeren met diverse fondshuizen. Wij zijn er van overtuigd dat dit zal leiden tot nog meer keus in tabaksvrije beleggingsproducten. En daarmee mogelijkheden om te kiezen voor deze producten.

Nu al kunnen Raboklanten die zelf of met advies beleggen kiezen uit een ruim assortiment van bijna 60 duurzame beleggingsfondsen en trackers waarmee tabak geweerd kan worden uit de portefeuille. De klant bepaalt zelf hoe ver hij daar in wil gaan.

Binnen beheerd beleggen bieden wij een volledig tabaksvrije optie in de vorm van Rabo Beheerd Beleggen Actief Duurzaam. Deze duurzame beheerportefeuille belegt in het geheel niet in tabaksproducenten.

Wij hebben binnen de andere beheerconcepten gekozen voor maatschappelijk verantwoorde indexfondsen die ook tabak uitsluiten. Het betreft de ESG indexfondsen van Northern Trust en de verantwoorde indexfondsen van Actiam. Northern Trust sloot voor haar ESG fondsen al langer tabaksfabrikanten uit. Actiam heeft afgelopen kwartaal besloten om tabaksproducenten voortaan ook uit te sluiten. Onze indexportefeuille Rabo Beheerd Beleggen Basis is hierdoor nagenoeg geheel tabaksvrij, er is slechts een minieme blootstelling naar tabaksfabrikanten in het bedrijfsobligatiegedeelte van de portefeuille. Onze beheerportefeuille Rabo Beheerd Beleggen Actief ten slotte, wordt momenteel door het gebruik van de Northern Trust en Actiam fondsen voor een derde van het aandelengedeelte specifiek op tabak gescreend.

CalPERS

Het California Public Employee's Retirement System liet in 2015 evalueren wat het besluit om tabaksbedrijven uit te sluiten had gekost. Tussen 2001 en 2014 was dat USD 3 miljard. Desondanks besloot het ambtenarenpensioenfonds, tegen het advies van de beheerorganisatie in, om het uitsluitingsbeleid voor tabak verder uit te breiden. CalPERS heeft een portefeuille van ongeveer USD 316 miljard.

Auteurs: Taoufik Boussebaa; Han Dieperink; Gert van de Paal; 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