



## DE STAAT IS DE ECHTE INNOVATOR

'HIJ MAAKTE IPHONE SMART, NIET APPLE'

PAGINA 6-9

HOE STRATEGEN MET  
VOLATILITEIT OMGAAN  
PAGINA 14-15

'DE OPMARS VAN TRACKERS  
ZORGT VOOR PROBLEMEN'  
PAGINA 28-30

ZIJN OPKOMENDE MARKTEN  
WEER KOOPWAARDIG?  
PAGINA 40-41

Een nieuwe  
kijk op  
wereldwijd  
beleggen.

## Nieuw fonds nu beschikbaar.



CAPITAL  
GROUP®

### Capital Group New Perspective Fund (LUX)

Om succesvol te kunnen beleggen op de huidige uitdagende markten, is een wereldwijd perspectief essentieel. Bij Capital Group vinden we dat een beter begrip van beleggingskansen en -risico's kan worden verkregen door te kijken naar de bron van de inkomensstromen van een onderneming, meer dan door alleen te kijken naar het land waarin deze is gevestigd. Deze visie is een van de stabiele factoren achter het succes van onze New Perspective-strategie, die in de VS al meer dan 40 jaar lang superieure, consistente resultaten oplevert. Die strategie is nu voor het eerst beschikbaar voor Europese beleggers via een nieuw in Luxemburg gevestigd fonds (UCITS).

**De New Perspective-strategie heeft een bewezen beleggingsgeschiedenis van meer dan 40 jaar.**

Beleggingsresultaten (in USD), %	New Perspective-strategie	MSCI ACWI <sup>1</sup>	Overrendement <sup>2</sup>
Jaarlijks looptijdrendement sinds introductie in 1973	13,1%	8,3%	4,8%

Prestaties uit het verleden bieden geen garantie voor de toekomst. Aangezien Capital Group New Perspective Fund (LUX) op 30 oktober 2015 is geïntroduceerd, zijn er nog geen historische gegevens beschikbaar en worden hier dus de beleggingsresultaten voor de Capital Group New Perspective Composite getoond (een verzameling losse portfolio's die samen een bepaalde beleggingsstrategie of een beleggingsdoel vertegenwoordigen). Dit is om te laten zien dat we ervaring hebben met en bedreven zijn in het beheer van deze strategie op de lange termijn. Ons Luxemburgs fonds maakt sinds begin november 2015 deel uit van deze composite.

Het nieuwe fonds wordt beheerd door hetzelfde team en hanteert ook dezelfde wereldwijde beleggingsaanpak zonder beperkingen door te beleggen in zowel kleine als grote, kwalitatief hoogwaardige blue-chip multinationals. Het is een flexibele strategie die onze portfoliomanagers in staat stelt zich te richten op groeigebieden, seculiere trends en wereldwijde handelspatronen, ongeacht waar die zich voordoen.

**Geïntegreerde, wereldwijde research vormt de ruggengraat van Capital Group.**



**Ga voor meer informatie over een nieuwe kijk op wereldwijd beleggen naar [thecapitalgroup.nl/newperspective](http://thecapitalgroup.nl/newperspective)**

#### UITSLUITEND VOOR PROFESSIONELE BELEGERS

Beleggingsresultaten per 31 december 2015 in USD. Resultaten op jaarbasis die gegeven worden voor de Capital Group New Perspective Composite zijn naar beleggingen gewogen en gebaseerd op initiële gewingen en maandelijkse resultaten, en zijn vóór aftrek van beheerskosten. Startdatum van de Capital Group New Perspective Composite: 31 maart 1973. Deze informatie is een aanvulling op of een uitbreiding van vereiste of aanbevolen publicatie- en presentatieregels van de GIPS®-standaarden, die op aanvraag beschikbaar zijn. GIPS is een handelsmerk van CFA Institute. Bron: Capital Group

<sup>1</sup> MSCI All Country World Index (met herbelegging van dividenden) vanaf 30 september 2011; daarvoor MSCI World (met herbelegging van dividenden). Bron: MSCI. <sup>2</sup> Het overrendement wordt rekenkundig berekend. <sup>3</sup> Per 31 december 2015. De ondernemingen van Capital Group beheren aandelen via drie beleggingsdivisies, die onafhankelijk beslissingen nemen over beleggingen en uitoefening van stemrecht. Specialisten op het vlak van vastrentende beleggingen voeren voor de hele Capital-organisatie onderzoek naar en beheer van vastrentende beleggingen uit. Voor beleggingen met aandelenkenmerken treden ze echter altijd alleen namens één van de drie aandelenbeleggingsgroepen op.

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

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

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

© 2016 Capital Group. Alle rechten voorbehouden.

## VOORWOORD

**D**e hysterische cultuur van de kwartaalcijfers' begint nu zelfs de beleggers tegen te staan: Larry Fink, topman van het grootste fondshuis, ter wereld, BlackRock, roept beursgenoteerde bedrijven in een open brief op zich op de lange termijn te focussen. Hij krijgt daarin de steun van wereldspelers als Fidelity, Schroders en Vanguard. De 'kwartaalherrie' verstoort en frustreert de langetermijndialoog tussen management en aandeelhouders, zo begint allengs de consensus onder langetermijnbeleggers te worden.

Als de wereld van iets te veel heeft, dan is dat wel het kortetermijndenken. Dat geldt niet alleen voor bedrijven, maar ook voor de politiek. De ambities die bijna 200 landen hebben neergelegd in het VN-klimaatakkoord van december in Parijs zijn niet alleen belangrijk, maar vooral ook urgent. Als de wereld op het groeipad van de afgelopen — pakweg — 250 jaar voortgaat, dan stijgt de temperatuur deze eeuw gemiddeld met wel 4 graden, wat het uitsterven van veel planten en dieren zal veroorzaken en waarschijnlijk ook de menselijke soort in zijn voortbestaan zal bedreigen.

Volgens de gezaghebbende econoom en VN-gezant Jeffrey Sachs hebben we feitelijk niet meer dan twee generaties de tijd om de wereld CO<sub>2</sub>-neutraal te maken. Deze ombouw naar een recyclebare en circulaire wereld(economie) is mogelijk, stellen de experts. De vierde industriële revolutie die zich thans aan het voltrekken is, combineert technologieën van digitalisering, internet, bio- en nanotechnologie tot een compleet nieuwe wereldgemeenschap.

Maar om die ambities te realiseren, kunnen we ons de hysterische cultuur van het kortetermijndenken niet meer veroorloven. Dat geldt niet alleen voor de grote beursgenoteerde bedrijven, maar ook voor beleggers die juist omwille van dat doel weer aansluiting zouden moeten vinden bij de reële economie waarin het bedrijfsleven opereert.

Niet alleen de relatie tussen beursfondsen en beleggers moet herijkt worden, maar ook die tussen overheden en bedrijfsleven. De uitdagingen waar de wereld voor staat, zijn namelijk zo groot-schalig en existentieel dat publiek-private allianties nodig zijn om de transitie naar een circulaire wereldeconomie te maken. Eenvoudig zal dat niet zijn: het beeld van staten en overheden is veelal negatief, vooral ook in het bedrijfsleven zelf. Innovatieprofessor Mariana Mazzucato spreekt in dit magazine van een misplaatste en negatieve framing van de rol van de staat, die volgens haar nu juist dankzij langetermijndoelstellingen zeer succesvol is geweest bij de naoorlogse innovatie. Die rol en het daarbij behorende gezag is hard nodig om de wereld te leiden naar een nieuwe versie van het (markt)kapitalisme, waarin iedereen volwaardig en als gelijke kan deelnemen.

TEKST CEES VAN LOTRINGEN



## COLOFON

## Hoofdredacteur Fondsnieuws

Cees van Lotringen

## Eindredactie

Barbara Nieuwenhuijsen

## Vormgeving

Tineke Hoogenboom

## Aan deze editie werkten mee

Frank van Alphen, Maarten-Jan Bakkum, Patrick Beijersbergen, Jeroen Boogaard, Cees van Lotringen, Harm Luttikhedde, Joris Kooiman, Barbara Nieuwenhuijsen, Ymke Pas, Auke Plantinga, Anton Reijnga, Eline Ronner, Féri Roseboom, Mathijs Schiffers, Miranda Schoutsen, Binh Tran, Jeroen Wilbrink

## Sales

Thijs Pessers  
(pessers@fdmediagroep.nl)

## Contact

redactie@fondsnieuws.nl

## FONDSNIEUWS

Fondsnieuws is een initiatief van de FD Mediagroep dat zich richt op beleggingsstrategieën en vermogensregie.

De inhoud van dit magazine dient nadrukkelijk niet te worden opgevat als beleggingsadvies.

Het eerstvolgende magazine verschijnt op 20 april.

INHOUD



MARIANA MAZZUCATO FOTO: GILIOLA CHISTE

## TECH TE DUUR OF PLACE TO BE?

Facebook, Amazon, Netflix en Google (Alphabet) droegen de S&P vorig jaar. Volgens sommigen is dit reden tot zorg. Anderen vinden deze 'FANG'-aandelen nog zeer aantrekkelijk.

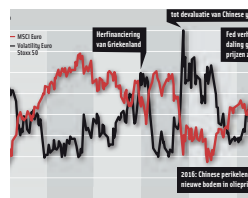
PAGINA 12-13



## GORDELS OM: DE MARKT IS VOLATIEL

Volgens beleggingsstrategen en fondsmanagers bieden spreiden over verschillende regio's en sectoren en een actieve visie op de markt de beste bescherming tegen volatiliteit.

PAGINA 14-15



## BANK TEN CATE DUBBEL ZO GROOT

Door overnames is Bank ten Cate & Cie de laatste jaren verdubbeld in omvang. Bestuursvoorzitter Dennis Raihel vindt de huidige grootte 'comfortabel' en zet nu in op autonome groei.

PAGINA 18-20



EN VERDER

### 'HOE NEEM JE ETHIEK MEE IN JE WAARDERING?'

Als een bedrijf zijn governance niet op orde heeft, kan dat een belegger geld kosten. Maar hoe kwantificeer je dit?

PAGINA 26-27

### 'OPMARS VAN TRACKERS IS DOORGESCHOTEN'

De snelle opmars van etf's heeft de markt veranderd. Volgens cio Hans Betlem van IBS levert dit een aantal problemen op.

PAGINA 28-30

### HEDGEFONDSEN: RISICO OF BRON VAN DIVERSIFICATIE

Hoge waarderingen, volatiele markten en opdrogende liquiditeit zorgen ervoor dat beleggers naar hedgefondsen kijken.

PAGINA 33-35

### THEMA: OPKOMENDE MARKTEN

Met aandacht voor de vraag of het tijd wordt om in te stappen, voor EMD, passief beleggen en: Mexico versus Brazilië.

PAGINA 39-50

RUBRIEKEN

FAVORIETE GRAFIEKEN.....11  
 COLUMNS..... 17/32/50  
 INTERVIEWS.....18-20/36-37  
 VERMOGENSREGIE..... 21  
 THEMA..... 39-50



# Allianz Best Styles Global

Doordachte combinatie van risicofactoren



Zelfs in volatiele markten is er één constante: risicopremies. Het oogsten van deze premies in obligatie- en valutamarkten is een bekende beleggingsstrategie. Hoewel minder bekend als strategie voor aandelen bewijst Allianz Best Styles Global dat hier ook succesvol risicopremies te behalen zijn.

Allianz Best Styles Global is een multi-factor strategie met een zeer succesvol track record dat teruggaat tot 1999. Door een naar risico geoptimaliseerde mix van factoren worden risicopremies stabiel geogst zonder invloed van de economische en marktomgeving.

Met 1,6% gemiddelde jaarlijkse outperformance sinds oprichting en outperformance in 15 van 17 kalenderjaren behoort Allianz Best Styles Global tot de beste 10 procent wereldwijde aandelen strategieën.<sup>1</sup> Dit onderstreept dat een stabiele outperformance een winnende strategie is voor langetermijn beleggers.

Er zijn ook regionale Best Styles strategieën verkrijgbaar.

Voor meer informatie neem contact op met AllianzGI:

**Robert Koopdonk** +31 (0) 88 5773 146  
Robert.Koopdonk@allianzgi.com

**Peter van Meerveld** +31 (0) 88 5774 247  
Petervan.Meerveld@allianzgi.com

**Tim Soetens** +31 (0) 88 5774 196  
Tim.Soetens@allianzgi.com



<sup>1</sup> De genoemde performance is voor de Best Styles Global Developed composite. <sup>2</sup> Bron: Greenwich Associates 2015 Continental European Institutional Management Research. Datum: Juli 2015.  
Dit is een marketingbericht uitgegeven door Allianz Global Investors GmbH. In het verleden behaalde resultaten vormen geen betrouwbare indicator voor toekomstige resultaten. De strategie biedt geen garantie voor de prestatie en verliezen zijn niet uitgesloten. Beleggen is een risico. De waarde van een belegging en de opbrengsten ervan kunnen zowel stijgen als dalen, en geheel of gedeeltelijk verloren gaan. De volatiliteit (schommelingen) in de waarde van de aandelen van fondsen kan toenemen, eventueel zelfs aanzienlijk. Beleggingsfondsen zijn eventueel niet in alle jurisdicties of voor elke categorie beleggers beschikbaar. Voor een gratis exemplaar van het prospectus, de oprichtingsdocumenten, de meest recente jaarverslagen en halfjaarlijkse financiële verslagen en het essentiële beleggersinformatiedocument in het Nederlands, kunt u via elektronische weg of per post contact opnemen met de beheermaatschappij op het hieronder aangegeven adres. U wordt verzocht deze documenten, die bij uitsluiting geldend zijn, zorgvuldig te lezen voordat u besluit te beleggen. Dagelijkse fondsprijzen zijn beschikbaar onder: [www.allianzgi-regulatory.eu](http://www.allianzgi-regulatory.eu). Dit is een marketingbericht uitgegeven door Allianz Global Investors GmbH heeft een vestiging in Nederland, Allianz Global Investors GmbH-Netherlands Branch, die onderworpen is aan beperkt toezicht door de Autoriteit Financiële Markten ([www.afm.nl](http://www.afm.nl)). Datum: Januari 2016.

**Allianz**   
Global Investors

**Understand. Act.**



MARIANA MAZZUCATO

# DE STAAT INNOVEERT, HET BEDRIJF PROFITEERT

## MARIANA MAZZUCATO: WAAR BLIJFT DE WEDERKERIGHEID?

Bedrijven als Apple verdienen miljarden met het commercieel uitbaten van door de overheid ontwikkelde technologieën, zegt innovatieprofessor Mariana Mazzucato. 'Deze vitale rol van de staat verdient meer erkenning.'

TEKST CEES VAN LOTRINGEN

**O**p de kop af twee eeuwen geleden maakte de Britse regering de balans op van 125 jaar oorlog tegen Frankrijk: de staatsschuld was opgelopen tot 240% van het bruto binnenlands product. De climax van die decennialange strijd had een jaar eerder plaatsgehad met de verpletterende overwinning van een brede coalitie op de legers van Napoleon Bonaparte. De Britse regering vreesde dat de gierende staatsschuld, die hiervan het gevolg was, het land in een bankroet zou storten, maar wat volgde was geen economische ramp, maar een revolutie – de Industriële Revolutie. Hierin speelde de Britse staat met investeringen in onder meer infrastructuur een essentiële rol.

Nu, 200 jaar later, is van een vergelijkbare crisis sprake: veel lidstaten van de Europese Unie zijn letterlijk uitgewoond. De shock-

therapie die nodig was in antwoord op de krediet- en bankencrisis van 2007-2008 heeft het uiterste van Europese overheden gevraagd. Begrotingstekorten en overheids-schulden zijn fors opgelopen, lage groei en deflatierisico's zijn het resultaat. De uitweg uit deze crisis zal lang en pijnlijk zijn, tenzij men een nieuwe technologische revolutie te weeg weet te brengen. Een belangrijke rol in het aanjagen van innovatie en het tot wasdom brengen van nieuwe technologieën speelt ook nu weer de staat, benadrukt Mariana Mazzucato, professor innovatie aan de universiteit van Sussex en

**'HET ECHE  
RISICO NEEMT  
TOCH VOORAL  
DE STAAT IN  
DE VS'**

auteur van de bestseller *The Entrepreneurial State: debunking public vs private sector myths*.

### Met dank aan de overheid

Haar these is dat belangrijke groei-sectoren als internet, bio- en nanotechnologie en farma allemaal tot wasdom zijn gekomen dankzij fundamenteel onderzoek dat door de Amerikaanse overheid is gefinancierd. Het zijn echter managers en ondernemers, zoals Steve Jobs van Apple, die daar met het combineren van onder meer design en marketing commercieel handig gebruik van hebben gemaakt. 'Maar alle technologieën die de iPhone "smart" hebben gemaakt, zijn gefinancierd door de Amerikaanse overheid en ontwikkeld door overheidsdiensten als Nasa en Darpa', zegt Mazzucato op basis van groot-schalig onderzoek.

In een presentatie tijdens een bijeenkomst onlangs bij Robeco blijkt dat Mazzucato niet slechts een boek heeft geschreven, maar dat ze een missie is gestart. Zij wil na-



melijk de mythe doorbreken dat innovatie en risicobereidheid vooral aan het bedrijfsleven toe te schrijven zijn en dat de overheid vooral het (belasting)geld uitgeeft. 'Dat is de framing van het debat, die grote ondernemingen en hun lobbyisten, succesvol hebben geïntroduceerd, maar de werkelijkheid is een andere', benadrukt Mazzucato. Ze stelt dat het onderzoeksinstituten en universiteiten zijn die het baanbrekende en risicovolle onderzoek hebben gedaan en dat bedrijven en durfkapitalisten pas op de wagen zijn gesprongen toen de risico's waren te overzien en de vruchten van commercieel succes zich relatief gemakkelijk lieten plukken.

## Bezuinigingen

'De kritische houding jegens de overheid gaat inderdaad al terug tot de jaren tachtig van de vorige eeuw toen president Ronald Reagan in de VS en Margaret Thatcher in Groot-Brittannië een beleid van deregulering en liberalisering inzetten en de rol van de overheid probeerden in te dammen. Toen ging het over het terugbrengen van het beslag dat de overheid legt op het bruto nationaal product. Nu hebben de Conservatieven in de VS echter vol de aanval op de staat als zodanig ingezet. Zo is deze zomer onder druk van het Amerikaanse Congres voor het eerst besloten tot zware bezuinigingen op voor innovatie en groei belangrijke overheidsinstellingen als de Nasa en Darpa', zegt Mazzucato tijdens een gesprek met Fondsnieuws.

De aanval op de instituties beperkt zich niet tot de Verenigde Staten. In Engeland, waar ze thans woont, ligt de staatsomroep BBC zwaar onder vuur. 'En dat terwijl

dat toch een van de beste en meest innovatieve televisiezenders van de wereld is.'

Het gevaar van die ontwikkeling, zo benadrukt ze, is dat de vitale rol van de staat bij innovatie niet wordt erkend. 'En dat is een van de grootste bedreigingen voor fundamenteel onderzoek en innovatie, die nu juist nodig zijn voor de creatie en de groei van welvaart.'

Mazzucato verzet zich tegen die beeldvorming met de grote intellectuele scherpte en welsprekendheid die haar kenmerkt en kan dan ook op veel bewonderaars én felle tegenstanders rekenen – die laatsten bevinden zich in de wereld van het durfkapitaal; de confrontatie met hen gaat ze echter niet uit de weg. De moeder van vier kinderen en echtgenote van een vorig jaar op het filmfestival van Cannes bekroonde filmproducent vindt niet alleen dat de kritiek op de rol en de toegevoegde waarde van overheden misplaatst is en contraproductief, maar dat het beursgenoteerde bedrijfsleven bovendien wel wat bescheidener mag zijn en zichzelf wat meer de maat zou moeten nemen. 'Waar het om gaat is dat we keuzes maken. Zo zijn de bedrijven die genoteerd zijn aan de S&P-index de laatste jaren vooral bezig met het onttrekken van waarde

## 'DE OVERHEID MAAKTE DE IPHONE "SMART" EN NIET APPLE'



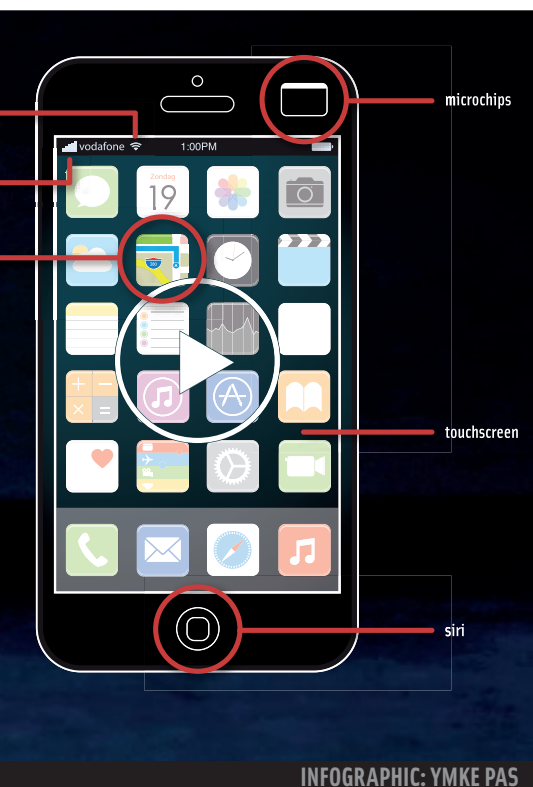
APPLE-TOPMAN TIM COOK FOTO: HH

in plaats van met de creatie van waarde. In de afgelopen tien jaar is alleen al zo'n \$3000 mrd in de vorm van stockopties en het inkopen van aandelen aan de bedrijven onttrokken.'

## Maatschappelijk belang

Mazzucato vindt dat strijdig met zowel het bedrijfsbelang als het maatschappelijke belang en getuigen van weinig ondernemerszin en inventiviteit. 'Als we niet meer weten waar waarde vandaan komt, dan ondermijnen we het kapitalisme als zodanig', waarschuwt ze. De professor kan in haar opvatting in meer of mindere mate op de steun rekenen van Amerikaanse mastodonten als superbelegger Warren Buffett, zakenbank Goldman Sachs en topman Larry Fink van BlackRock. De laatste schreef recent opnieuw een





INFOGRAPHIC: YMKE PAS

brief aan de bestuursvoorzitters van de S&P-bedrijven. Daarin hield hij ze voor dat ze moeten ophouden zich uitsluitend op de kortetermijnresultaten te richten en zich juist moeten focussen op de lange termijn en bovendien op duurzame, stabiele economische groei.

Mazzucato voegt daar nog een waarschuwing aan toe. Zij ziet dat nu zowel in de VS als in grote delen van Europa 'de risico's worden gesocialiseerd en de beloningen geprivatiseerd'. Dat was het geval bij de bankencrisis, waar veel gemeenschapsgeld naartoe is gegaan, maar nu in feite ook gebeurt met technologiebedrijven en andere succesvolle Amerikaanse bedrijven die van de initiële overheidsinvesteringen hebben geprofiteerd en zich nu richten op belastingontwijking door geldstromen via belastingparadijzen als

Nederland te laten lopen, waardoor ze geringe winstbelasting betalen. Dat is een praktijk die Mazzucato betitelt als 'een beschamende prostitutie van Nederland waar de Nederlandse belastingbetaler geen enkel voordeel bij heeft'.

De 47-jarige professor stelt dat – regeringen nu mede door de hoge schuldquotes van overheden – belastingontwijking wereldwijd op de agenda hebben staan. Zij denken er nu over na hoe zij hun initiële investeringen in fundamenteel en risicovol onderzoek kunnen terugverdienen. Mazzucato ijvert er in dat kader voor dat de staat kennis deelt met bedrijven in ruil voor een aandelenbelang in een dergelijke venture of door op basis van contractuele afspraken een deel van toekomstige winst te ontvangen. Mazzucato benadrukt dat 'we innovatie én de staat nodig hebben, bijvoorbeeld om groene energie te ontwikkelen als antwoord op de opwarming van de aarde. Daarvoor zijn publiek-private vormen van samenwerking nodig.'

### Profijt voor alle stakeholders

Maar daarnaast streeft ze naar een nieuwe inrichting van het kapitalisme, een die niet exclusief het feest van de aandeelhouders is. Innovatie moet in haar optiek dan ook 'inclusief' zijn en alle stakeholders laten meeprofiteren, zowel de aandeelhouders als de staat en de medewerkers uit wiens hoofden doorgaans de uitvindingen en doorbraken komen. Die laatste groep wil Mazzucato 'belonen' met faire salarissen, live long learning en arbeidsplaatsen die niet naar lagelonenlanden worden overgeplaatst.

Haar strijd voor een meer 'inclusief kapitalisme' is nog maar net begonnen. Zo reist ze de wereld rond om de leiders van de Europese Unie en van regeringen te ontmoeten en hen met haar inzichten een hart onder de riem te steken opdat ze aan zelfvertrouwen tegenover het bedrijfsleven winnen. Daarnaast is ze samen met Nobelprijswinnaar Joseph Stiglitz en sterauteur Thomas Piketty opgenomen in een economische adviesraad van Labour-leider Jeremy Corbyn. Daarover zegt ze: 'Labour begreep de discussie lang niet, men was alleen maar bezig met verdeling van welvaart, maar belangrijker is de creatie van welvaart en het betrekken van zoveel mensen daarbij. Daarnaast denk ik dat het van essentiële betekenis is dat je in deze tijd het vermogen hebt om een verhaal voor de bühne te krijgen. Om dat te kunnen doen, moet je eerst de theorie van waarde en waardecreatie begrijpen. Pas dan kan je de tegenovergestelde ontwikkeling – het onttrekken van waarde, zoals nu gebeurt – ook overtuigend aan de kaak stellen.'

Mazzucato werkt in dat kader aan een nieuw boek dat nog dit jaar zou moeten uitkomen. *Value is Everything* luidt de veelzeggende werktitel. ■

Mazzucato werkt in dat kader aan een nieuw boek dat nog dit jaar zou moeten uitkomen. *Value is Everything* luidt de veelzeggende werktitel. ■

## 'KAPITALISME MOET NIET EXCLUSIEVE FEEST ZIJN VAN BELEGGER'

CEES VAN LOTRINGEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.



Lao Yern, Toul Krboa Village,  
Cambodja, kruidenteler  
dankzij een microkrediet

# Wat levert beleggen eigenlijk op?

**Kies voor een ander rendement met de ASN Bank**

Natuurlijk belegt u voor een aantrekkelijk financieel rendement. Maar beleggen bij de ASN Bank is ook goed voor mens en natuur. In het bijzonder voor ondernemers als Lao Yern, die dankzij een microkrediet kan werken aan een betere toekomst. Als u nu minimaal € 2.000 in een van de zeven ASN Beleggingsfondsen stort, dan steunen wij mede namens u de opleiding van ondernemers in ontwikkelingslanden. En u krijgt een Oxfam Novib-cadeaubon ter waarde van € 20. Kijk voor meer informatie en de voorwaarden op [eenanderrendement.nl](http://eenanderrendement.nl). Of bel gratis 0800-0380 (ma/vr).

€ 20

**Oxfam Novib-  
cadeaubon voor u**

Stort nu minimaal € 2.000 in een of meer van de zeven ASN Beleggingsfondsen en shop gratis in de winkel van Oxfam Novib.



**ASN BANK**  
voor de wereld van morgen



**OXFAM Novib**  
AMBASSADEURS VAN HET ZELFDOEN

De ASN Bank is geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten en heeft een vergunning van De Nederlandsche Bank N.V. De waarde van uw beleggingen kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. Voor ieder ASN Beleggingsfonds is een prospectus en de Essentiële Beleggersinformatie (EBi) beschikbaar via [www.asnbank.nl](http://www.asnbank.nl). Lees de EBi voordat u besluit een beleggingsfonds te kopen. Deze uiting mag niet worden aangemerkt als beleggingsadvies.

# SLAGSCHADUW VAN BELEID

## DE FAVORIETE GRAFIEKEN

Strateeg Willem Barentsen van Achmea IM focust in de rubriek 'De favoriete grafieken' op de werkloosheid in de VS, de Chinese yuan en risicopremies.

### Yellen heeft oogje op Joe Sixpack

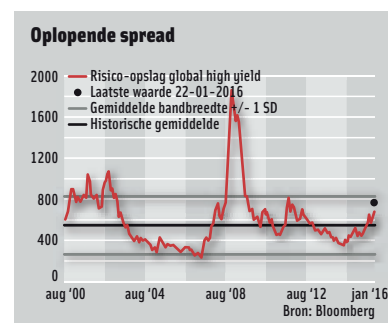
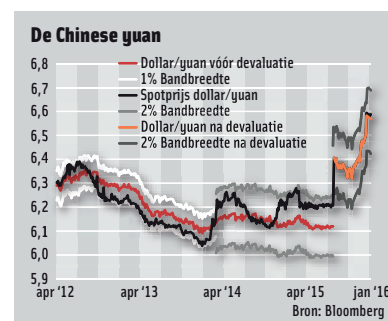
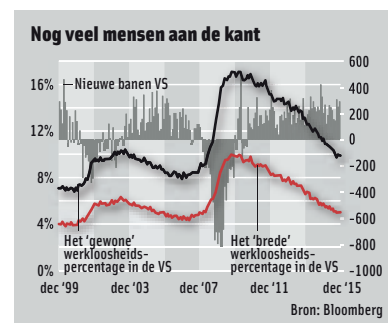
De Federal Reserve blijft met afstand de belangrijkste centrale bank in de wereld. Zij stuurt het niveau van de Federal Funds Rate, een van de belangrijkste rentes in de wereldeconomie. Na decennia van disinflatie, grote winsten voor vermogenden en stagnerende inkomens van de middenklasse ziet de Fed onder Janet Yellen vooral het belang van Joe Sixpack. De officiële Amerikaanse werkloosheid mag met 5% laag lijken, het bredere 'underemployment'-cijfer van 10% suggereert dat nog veel werklustigen aan de kant staan. Maar langzaam omhoog dus met die Fed Funds Rate.

### Toekomst Chinees valutabeleid blijft spannend

Bijna alle belangrijke centrale banken in de wereld hebben inmiddels een monetair verruimingsbeleid. Dat de wisselkoers hierdoor wordt gedrukt, is meegenomen, maar wordt van officiële zijde altijd verzwegen. Het zo doelbewust nastreven van een concurrentievoordeel is verboden terrein, want opent de deur voor een valutaoorlog waar uiteindelijk niemand bij gebaat is. Een afkoelende en liberaliserende Chinese economie is wat dat betreft een grote onbekende. Het is mede daarom dat de wereld de koers van de Chinese yuan en daarmee gemoeide systeemwijzigingen met argusogen volgt.

### Risicopremies in de lift

In tegenstelling tot economische groei, inflatie en renteniveaus hebben risicopremies wel de neiging op middellange termijn terug te keren naar een gemiddeld niveau. Ze vormen daarmee een belangrijke bouwsteen voor een dynamisch assetallocatiebeleid. De high yield-spread is de laatste tijd opgelopen richting 800 basispunten, wat duidt op een sterk toegenomen aantrekkelijkheid van deze categorie. Ook de risicopremies op andere categorieën zijn opgelopen. Het breed levend pessimisme ten aanzien van verwachte rendementen wordt vooral veroorzaakt door de lage risicovrije rente. ■



WILLEM BARENTSEN IS HOOFDSTRATEEG BIJ ACHMEA INVESTMENT MANAGEMENT, DE PARTIJ WAARTOE PENSIOENBELEGGER SYNTRUS ACHMEA EN HET OP RETAILBELEGERS GERICHTE ACHMEA BELEGGINGSFONDSEN OP 1 JANUARI DIT JAAR FUSEERDEN. BARENTSEN WERKTE EERDER BIJ APG EN ABP EN BIJ HET CENTRAAL PLANBUREAU.





# TECHNOLOGIESECTOR BLIJFT EEN HOTSPOT

## DE EEN FOCUST OP SOFTWARE, DE ANDER OP HARDWARE

Facebook, Amazon, Netflix en Google droegen de S&P 500 vorig jaar. Voor sommigen is dit reden tot zorg. Anderen vinden dit deel van de technologiesector nog wel degelijk aantrekkelijk.

**TEKST** PATRICK BEIJERSBERGEN

**D**e Amerikaanse S&P 500 Index werd in 2015 slechts door enkele technologieaandelen over-eind gehouden. In Amerika is in dit verband de afkorting 'FANG' in zwang geraakt, wat staat voor het fameuze viertal Facebook, Amazon, Netflix en Google. Dat laatste bedrijf heet tegenwoordig officieel Alphabet, maar het ticker-symbool bleef GOOG.

De dominantie van deze FANG, doet denken aan begin jaren zeventig van de vorige eeuw, toen een lange beursrally ook door steeds minder aandelen werd gedragen, toen de 'Nifty Fifty' genoemd. Hoe zit dat met de succes aandelen in de technologiesector anno 2016? Vormen zij de laatste benen van de beursrally die in 2009 begon?

Pieter Schop, fondsmanager van het NN Information Technology



KEVIN SPACEY ALS FRANK UNDERWOOD IN DE NETFLIX-KASKRAKER HOUSE OF CARDS

Fund, zegt dat deze aandelen niet eeuwig door zullen stijgen. 'En er zijn er meer: ook bedrijven als eBay, Priceline en Salesforce doen het nog altijd erg goed. Het zijn sterke groeiers, dus die koersstijging is voor een deel wel te verklaren.

Groei aandelen doen het sinds 2009 bovendien over de hele markt beter dan waarde aandelen. De belangrijkste oorzaak daarvan is de

steeds lagere rente, die zorgt voor hogere waardering van kasstromen in de verre toekomst.

Binnen de technologiesector is het bovendien zo dat de software-bedrijven het relatief goed deden, vanwege de sterke groei van online winkelen en communiceren. De massa heeft het internet omarmd. Je ziet dus allerlei bedrijven in problemen komen, omdat Facebook,



Amazon, Netflix en Google een deel van hun dienstverlening hebben overgenomen. Dit is nu zo in Nederland, maar in de VS is dit proces al langer gaande.'

Het feit dat een steeds smallere kopgroep de markt overeind houdt, is voor Schop wel een reden om je zorgen te maken: 'Je ziet natuurlijk liever een breedgedragen stijging van beurskoersen. Als grote delen van de markt het relatief slecht doen, bekruipt je toch het gevoel dat er iets mis is in andere delen van de economie en dat dit uiteindelijk ook op de succesvolle bedrijven zal kunnen overslaan.'

### Aan de dure kant

Schop vindt de 'FANG'-aandelen aan de dure kant. Het NN Information Technology Fund heeft wel posities in deze aandelen, maar is onderwogen.

Jack Neele, fondsmanager bij Robeco, vindt dit deel van de technologiesector juist nog wel aantrekkelijk. Hij noemt de verschuiving van fysiek naar digitaal een van de belangrijkste trends in het bestedingspatroon van consumenten. 'Daar worden andere sectoren het slachtoffer van, zoals we zagen met winkelbedrijven in Nederland die nog vooral in stenen gebouwen hun producten verkopen. Efficiëntere e-commercebedrijven kaapten hun klandizie weg.'

Het Robeco Global Consumer Trends-fonds van Neele heeft ongeveer een derde van het beheerd vermogen belegd in bedrijven die zich bezighouden met digitale trends. Facebook en Alphabet (Google) zijn zelfs de twee grootste individuele posities van het fonds. Ook Amazon en Netflix zitten in de portefeuille, met kleinere posities.

In de technologiesector is het moeilijk de kortetermijnkoersontwikkelingen te voorspellen, maar de voorkeur van Schop ligt duidelijk bij de lager gewaardeerde technologieaandelen in hardware, halfgeleiders en dienstverlening. 'Voor de technologiesector als geheel is de waardering nog altijd laag, ook in relatie tot de verwachte groei.'

'De vooruitzichten en het winstmoment zijn goed, de balansen zijn sterk. Het aandeel van de technologiesector in de totale economie zal de komende jaren groter worden. Wij verwachten dat op lange termijn de wereldwijde groei van technologie-uitgaven hoger is dan de nominale groei van de economie. In percentages moet je dan denken aan 5% tot 7% per jaar. Informatietechnologie speelt een belangrijke rol bij productiviteitsverbeteringen en er zijn steeds meer technologische toepassingen in consumentenproducten zoals huishoudelijke apparatuur en elektrische auto's.'

Neele van Robeco onderschrijft dat: 'Alles wat consumenten en bedrijven doen, wordt steeds digitaal, detailhandelsbedrijven gaan ten onder aan het dure vastgoed, alle bedrijven moeten inspelen op de digitale wereld. Adverteren verschuift naar Facebook en Google,

**'ALLES WAT  
MENSEN EN  
BEDRIJVEN  
DOEN, WORDT  
DIGITALER'**

die steeds meer een spin in het web worden van de hele economie. Niemand kan er meer omheen. Mkb-bedrijven maken nu Facebook-pagina's om advertenties naar hun klanten te kunnen sturen.'

Over de hardwarekant van de technologiesector is Neele minder te spreken. 'De hele chipindustrie is sterk afhankelijk geworden van de smartphone, en dan vooral die van Apple. Dat maakt deze deelsector toch kwetsbaar. Natuurlijk is er de opkomst van het "internet of things", dat in de toekomst alle apparaten met elkaar in verbinding zal stellen, maar dat is toch nog vooral een belofte en kan een afzwakking in de smartphonemarkt nog niet opvangen.' De halfgeleidersector zit volgens Neele daarom in een soort tussenfase en hij blijft bij deze bedrijven weg.

### Fintech

Een deelsector binnen technologie die Neele wel kansrijk acht, is die van de 'fintech': technologische bedrijven die zich onder meer bezighouden met betalingsverkeer. Een bekend voorbeeld is PayPal, dat in 2015 werd afgesplitst van eBay, maar er zijn ook veel kleinere bedrijven.

'Betalingsverkeer verandert. Jongeren gebruiken nauwelijks nog contant geld. Er is apparatuur die je op je iPhone zet, zodat je er betalingen mee kan accepteren, wat voor kleinere ondernemers en markt-kooplui een uitkomst is. Er zijn in deze sector heel wat ontwikkelingen gaande waar je als belegger op in kan spelen.' ■

PATRICK BEIJERSBERGEN IS WERKZAAM BIJ DE VEB ALS ANALIST EN IS AUTEUR VAN 'BELEGGEN KUN JE ZELF, TIPS & TRICKS 2016'.

# 'SPREIDING IS BESTE WAPEN TEGEN VOLATILITEIT'

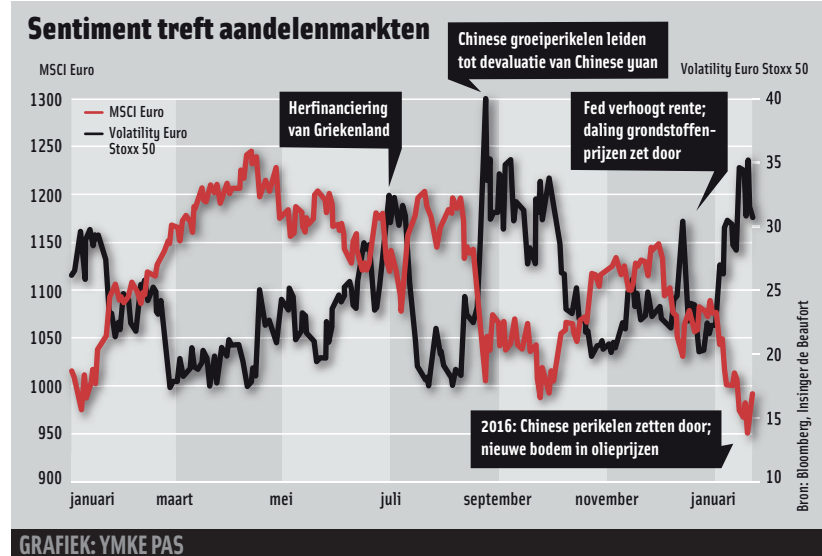
## JANUARI WAS EEN VAN DE SLECHTSTE OUVERTURES OOIT

De afgelopen maand ging gepaard met heftige koersbewegingen op de aandelenmarkten. Beleggingsstrategen blijven er relatief rustig onder. 'Het belangrijkste is dat je een actieve visie hebt op de markt.'

TEKST CEES VAN LOTRINGEN

**H**et was een van de slechtste starts van een beleggingsjaar ooit – in de eerste twintig dagen van 2016 verloren de aandelenmarkten wereldwijd 10% en in sommige gevallen zelfs meer dan 15%. Ruim \$7700 mrd aan beurswaarde ging in de eerste drie weken in rook op; slechts zeven van de wereldwijde 93 werelandaandelenindices die Bloomberg volgt, bleven aan de positieve zijde van de streep. De MSCI All Countries Index noteerde op 20 januari 19,5% onder het recordniveau van mei 2015 en ook de Amerikaanse S&P stond op die dag 20% onder zijn jongste piek.

Zelfs in vergelijking met eerdere extreme beurschokken zoals de dotcomcrisis van 2000, de kredietcrisis van 2008-2009 en de eurocrisis van 2010-2012, is deze wereldwijde aardbeving op de financiële markten een significante,



want beperkt tot de aandelenmarkten bleef zij niet. De olieprijs daalde maar liefst 30% sinds de jaarwisseling, terwijl de obligatiemarkten floreerden en de rente op Amerikaanse bedrijfsobligaties met 100 basispunten steeg tot 9%.

De forse marktbevingen werden ingezet in China waar het nieuwe jaar werd ingeluid met een correctie van de Shanghai Com-

positie van 7%. Vrijwel onmiddellijk haalden beleggers hun geld wereldwijd van tafel; de risicoaversie bleek extreem hoog. Alleen in de bovengenoemde systeemcrises is de angst onder beleggers de laatste 25 jaar nog groter geweest, meent NN Investment Partners.

Het bewijst dat volatiliteit terug is – al zijn we nog ver verwijderd van het niveau dat in de herfst van

2008 werd bereikt, en zelfs van de zomer van 2015. De beweeglijkheid wordt ingegeven door een tanende vraag naar grondstoffen, overproductie van olie en opkomende landen die het water na aan de lippen staat door een combinatie van afnemende inkomsten en een kapitaalvlucht en de stijgende Amerikaanse rente. 'Wat als alle tektonische platen van de wereldeconomie tegelijk over elkaar schuiven?' vroeg Thomas Friedman, de chroniqueur van de globalisering, zich af in een column in The New York Times.

### Risicoprofiel

De consensus onder beleggingsstrategen over de marktverwachtingen voor dit jaar, verwoordt Giordano Lombardo, chief investment officer van Pioneer Investments: de beweeglijkheid houdt aan door een combinatie van macro-economische en technische factoren. 'Dat is een reflectie van het feit dat de markten thans zo afhankelijk zijn van de politieke besluitvorming', zegt Lombardo.

Maar hij ziet ook kansen: actieve managers kunnen van de beweeglijkheid profiteren door in te spelen op dislocaties in de markt, die mede veroorzaakt worden door het handelen van politieke en monetaire autoriteiten. Zo is sprake van toenemende divergentie in het beleid van de Federal Reserve en de Europese Centrale Bank, maar ook ten opzichte van andere centrale banken.

Het multi-assetteam van NN Investment Partners, komt tot een vergelijkbare analyse. De correctie in de eerste drie weken van dit jaar was 'excessief in vergelijking met de onderliggende fundamentals van de markt'. Het huis greep de cor-

rectie aan om zijn positie naar aandelen licht te overwegen, en daarna weer naar neutraal te brengen. Ook ten aanzien van grondstoffen neemt men een 'neutrale' positie in. Tegelijkertijd werd ook de wegging naar staatspapier opgehoogd naar neutraal, omdat het desinflatierisico blijft bestaan; ten aanzien van vastgoed bleef men licht overwogen en voor spreadproducten koos men voor een licht onderwogen positie.

Siu Kee Chan, portfoliomanager van het multi-assetteam van NN IP erkent dat de 'risico's om de hoek liggen, vooral waar het opkomende markten en grondstoffen betreft, maar dat de fundamentals over het algemeen goed zijn'. NN IP probeert bijvoorbeeld voor zijn mixfondsen het risico van de beweeglijke markten voor de klanten vooral in te dammen door de tracking error van 2 tot 3% ten opzichte van de benchmark te verlagen als de risico-inschatting daar aanleiding toe geeft.

Ke Chan stelt dat men binnen de bandbreedte van het risicoprofiel kan schuiven, maar dat het redelijk statisch is. 'We proberen dat te ondervangen door een actieve visie op de markt te hebben en in de assetallocatie binnen regio's en sectoren te spreiden. Zo ligt het ac-

## 'WAT ALS ALLE TEKTONISCHE PLATEN OVER ELKAAR HEEN SCHUIVEN?'

cent nu op Europa en Japan, waar de centrale banken nog veel speelruimte hebben; bij sectoren is op dit moment niet echt sprake van een uitgesproken convictie. Buiten de mixfondsen, die doorgaans bestemd zijn voor particulieren met een langetermijndoelstelling, zet NN IP een aantal fondsen in die het neerwaartse risico actiever managen, zoals het NN Lion Fund en het NN First Class Multi Asset Premium Fund, dat middels long-short-strategieën naar een rendement streeft van cash plus 5%.

### Nadruk op de allocatie

Ook bij Insinger de Beaufort zijn ze zich bewust van de toegenomen volatiliteit. De private bank zet beperkt alternatieve strategieën in om daarvan te profiteren, zoals hedgefondsen met een long-short-strategie. Volgens chief investment officer Gerwin Wijnia is in 2015 een aantal keren tactisch cash ingezet en wordt vooral in het obligatiegedeelte van de portefeuille weinig rente-exposure gezocht door een zo kort mogelijke duratie. 'Maar ook voor ons geldt: het belangrijkste is kapitaalbehoud, dus geven we prioriteit aan de allocatie.'

Insinger komt zo tot een vergelijkbare allocatie als NN IP: onderwogen in opkomende markten en licht overwogen in Europa en Japan. Bij sectoren heeft de private bank een duidelijkere convictie. 'Onze voorkeur gaat uit naar gezondheid, consumptie en technologie, zoals elektronische betalingen. Wij zetten bij de sectorallocatie vooral ook nadrukkelijk in op langetermijntrends, zoals vergrijzing.' ■

# TO BREXIT OR NOT TO BREXIT

## BRITSE FONDSHUIZEN NIET EENSLUIDEND OVER VOORKEUR

De een voorziet disruptie, de ander hoopt te profiteren van de onrust op de financiële markten als de Britten voor een vertrek uit de EU kiezen.

TEKST MATHIJS SCHIFFERS

**D**e verdeeldheid binnen de sector kwam andermaal aan het licht tijdens een recente parlementaire hoorzitting over het naderende Britse referendum over EU-lidmaatschap. De voormannen van de Britse fondsensector waren uitgenodigd om hun positie in het debat toe te lichten.

Namens The Investment Association, wiens leden tezamen £5500 mrd onder beheer hebben, liet interim-ceo Guy Sears weten bij een Brits vertrek uit de EU een 'grote verstoring' te voorzien.

Sears maakt zich vooral zorgen over de toekomst van Britse beleggingsfondsen die nu van het Europese predikaat 'ucits' zijn voorzien. Deze fondsen mogen dankzij dit predikaat in alle EU-landen worden aangeboden, maar raken dit voordeel mogelijk kwijt bij een Brexit. '95% van de in het Verenigd Koninkrijk geautoriseerde beleggingsfondsen is ucits en zou dat van de een op de andere dag niet meer zijn.'

Uit recente peilingen blijkt dat het Britse kamp dat in de EU wil



DE LONDENSE CITY FOTO: HH

blijven nog maar een kleine voor-sprong heeft. Sears weigerde tijdens de hoorzitting aan te geven waar zijn organisatie in het debat staat. Maar uit zijn woorden bleek zijn persoonlijke voorkeur. 'De voordelen wegen zwaarder dan de nadelen', zoals de soms ongewenste regelgeving.

Een situatie waarin de Britten buiten de EU liggen, maar wel met de EU zaken willen doen, is volgens Sears 'verre van optimaal', omdat je je dan moet conformeren aan Europese regels 'waar je geen invloed op hebt'.

De toekomst van Londen als centrum van de Europese fonds-

industrie staat volgens Sears niet meteen op het spel, hoewel er op termijn gevolgen kunnen zijn. 'Bij expansie ga je je meer afvragen: wordt het Londen of Edinburgh, of toch Frankfurt.'

### Erkend criticus

De opmerkingen van Sears zijn opvallend, omdat de voorzitter van zijn organisatie, Helena Morrissey van Newton Investment Management, juist een erkend criticus is van de EU. Morrissey vindt dat de Britten de EU beter kunnen verlaten als er geen ingrijpende nieuwe afspraken gemaakt worden.

Ook vanuit de hegdefondsensector klinkt die wens door. Sommige zijn zelfs naar buiten gekomen als sponsor van de uit-campagne. Hedgefondsen kunnen profiteren van marktonrust die kan ontstaan bij een brexit. Vice-ceo Jiri Krol van de Britse Alternative Investment Management Association wijst deze suggestie van de hand, maar benadrukt wel dat de kosten om aan EU-regels te voldoen 'hoger zijn dan je zou willen' en dat vooral de kleinere fondsen daarover klagen. ■

MATHIJS SCHIFFERS IS CORRESPONDENT IN LONDEN EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.



# ‘Beleggingsfondsen komen de gelijkheid ten goede’

AUKE PLANTINGA: OOK MENSEN ZONDER SPECIFIEKE KENNIS KUNNEN NU BELEGGEN

In de jaren tachtig van de vorige eeuw kregen de markten vrij spel. Dit leverde een lange periode van substantiële groei op, waar velen van hebben geprofiteerd. De economische groei werd met velen gedeeld, ook in delen van de wereld waarin de welvaart achterbleef.

Op het niveau van landen is de ongelijkheid in de wereld afgenomen. Op het niveau van individuen is de ongelijkheid echter enorm toegenomen. Zo liet een recent rapport van Oxfam Novib zien dat de rijkste 62 wereldbewoners evenveel bezitten als de armste 3,6 miljard.

De toename in de ongelijke verdeling van kapitaal is direct gekoppeld aan de manier waarop wij beleggen. De rijkste mensen hebben hun kapitaal doorgaans opgebouwd als ondernemer. Extreme rijkdom wordt zelden verkregen door succesvol te beleggen.

Ongelijkheid in de verdeling van inkomen en vermogen is op zich niet erg. Sterker nog, ultieme gelijkheid is economisch gezien juist verkeerd. Waar het om gaat is dat ieder een motief moeten hebben om een bijdrage aan de economie en de samenleving te leveren. Een motief is een hogere beloning voor een bijzondere inzet. Wat wel belangrijk is, is dat dit werken en beleggen wel onder eerlijk concurrentie plaats moet kunnen vinden.

Extreme ongelijkheid in inkomen of kapitaal staat concurrentie in de weg. De belangrijkste reden hiervoor is dat het moeilijk voorstelbaar is dat de inspanning van een enkel hoogbetaald individu opweegt tegen de inspanningen van duizenden medewerkers.

Een economie waarin slechts enkelen al het kapitaal verga-



FOTO: HH

ren, werkt ook niet goed. Dit kapitaal is niet alleen een uiting van de winsten die een innoverende ondernemer heeft weten te vergaren over een vlijtig leven. Het betekent ook dat er mogelijk monopolieposities ontstaan, en daarbij betekent het eveneens macht. Dit laatste staat op gespannen voet met de vrijheid van de mensen die dat kapitaal niet bezitten.

Een van de aardige inzichten van De Franse econoom Thomas Piketty is dat het juist perioden zijn van relatief grote gelijkheid die vervolgens leiden tot grote groei. Hij noemt hierbij onder meer de Verenigde Staten in de beginjaren van het Wilde Westen, toen vele Euro-

peanen het avontuur zochten aan de andere kant van de oceaan. Ook na een oorlog, waar op grote schaal kapitaalvernietiging heeft plaatsgevonden.

Kortom, de economie werkt het beste als een knikerspel waarin op zijn tijd de knikers weer eens opnieuw worden verdeeld. Herkenbaar in het algemeen in spelsituaties: wanneer je lange tijd op een achterstand staat, raak je gedemotiveerd en degene op voorsprong gaat zich vervelen.

Wat dat betreft zijn beleggingsfondsen instrumenten die gelijkheid op de vermogensmarkt bevorderen. Immers, iedereen kan nu beleggen zonder zelf specifieke kennis te moeten hebben. De onderlinge verschillen in beleggingsresultaat tussen individuen zijn kleiner dan wanneer ieder voor zich zou gaan beleggen. ■

AUKE PLANTINGA IS UNIVERSITAIR HOOFDDOCENT AAN DE RIJKSUNIVERSITEIT GRONINGEN.





BESTUURSVOORZITTER DENNIS RAITHEL VAN BANKTEN CATE & CIE

# 'WE HEBBEN NU EEN COMFORTABELE GROOTTE'

## BANK TEN CATE ZIET RISICO IN TOENEMENDE REGELDRIJK

Na de overname van de private banking-activiteiten van SNS en Delta Lloyd is Bank Ten Cate & Cie verdubbeld in omvang. Een gesprek met topman Dennis Raithel volgens wie alles draait om persoonlijke aandacht.

TEKST BARBARA NIEUWENHUIJSEN

**'W**ij zijn nog de enige private bank in Nederland die tot geen enkele groep behoort en geen eigen fondsen heeft. Een unieke sellingpoint', vindt directievoorzitter Dennis Raithel van Bank ten Cate & Cie.

De chique private bank heeft haar thuisbasis in een statig pand aan de Herengracht. In de raad van commissarissen zitten een baron en een jonkvrouw: baron van Boetzelaer van Oosterhout en jonkvrouw Emilie van Karnebeek.

Bank ten Cate is de voortzetting van het in 1881 opgerichte handelshuis D.W. Brand, dat in 1986 werd overgenomen door de ABN. In 1994 kocht familie Ten Cate, bekend van het Twentse textielbedrijf Ten Cate, D.W. Brand van ABN Amro en voegde het samen met de effecten-activiteiten van Ten Cate Wentholt

van Wijngaarden. De combinatie ging verder onder de naam Bank ten Cate & Cie.

De aandelen van de bank zijn in handen van familie Ten Cate en de directie. Egbert ten Cate (71), tot voor kort ook commissaris bij Koninklijke Ten Cate, is een van de directieleden.

Het bedrijf was tot 2000 vooral een commissionair in effecten. Door de opkomst van internetbrokers en de druk op de tarieven die dat gaf, werd de focus begin deze eeuw verlegd naar vermogensbeheer en beleggingsadvies.

Als gevolg van de overname van de private banking-activiteiten van Delta Lloyd in 2010 en van SNS in 2013 heeft Bank ten Cate het vermogen onder beheer verdubbeld naar €2,2 mrd, waarvan 80% in vermogensbeheer.

### Focus op autonome groei

Bank ten Cate behoort hiermee nog altijd tot de kleinere private banks van Nederland, maar Raithel beschrijft dit als 'een comfortabele

grootte' en zegt dat er momenteel geen verdere plannen zijn voor overnames. De bank focust zich nu op autonome groei.

Hoewel ten Cate zich volledig heeft toegelegd op vermogensbeheer, heeft het bedrijf geen vermogensbeheervergunning maar een bankvergunning, waaraan zwaardere eisen zijn verbonden. Oyens & Van Eeghen, een partij van vergelijkbare grootte, ruilde de bankvergunning vorig jaar in en ging verder als vermogensbeheerder, omdat de bankvergunning te veel lasten en te weinig lusten met zich meebracht. Raithel denkt hier anders over.

'Onze klanten hechten erg aan privacy. Doordat wij een bank zijn kunnen klanten bij ons een beleggingsrekening aanhouden en hoeft dat niet bij een depotbank. Een ander groot voordeel is dat wij bijvoorbeeld heel snel een bankgarantie kunnen leveren. Dat hoeft bij ons niet eerst over allerlei schijven, waardoor het eindeloos duurt.'

Wel erkent hij de toenemende regeldruk. 'DNB maakt als gevolg

van Europese regelgeving geen onderscheid tussen kleine en grote banken. Dat zien wij wel als een risico. De rapportageverplichtingen worden ieder kwartaal uitgebreider. Op een gegeven moment is iemand gewoon fulltime bezig om de vragen van DNB te beantwoorden.'

En dat terwijl de bank er erg op gespitt is 'lean and mean' te werken. 'Wij zijn een heel platte organisatie. Behalve de directie hebben we geen andere managementlagen.'

Bank ten Cate heeft nu 59 medewerkers. 'Als we meer gaan groeien, moet je op een gegeven moment toch allerlei stafafdelingen gaan optuigen. Wij hebben nu geen hr-afdeling. De directie doet dat erbij. Ook hebben we geen afdeling juridische zaken. Voor advies over de implementatie van wet- en regelgeving maken wij gebruik van een advocatenkantoor. Die huren wij in op uurbasis.'

Een afdeling compliance heeft de bank wel, net als een interne accountancyafdeling. Maar dat is het wel. 'Veel banken hebben een enorm hoge kostenratio. Wij waren op zoek naar schaalgroottes om de kosten beheersbaar te houden.'

### Houd het beheersbaar

Raithel: 'Ons motto is doe wat je doet goed en houd het beheersbaar. Wij richten ons op vermogensbeheer en dus niet op corporate finance. Ook verstrekken wij geen hypotheek en hebben we geen spaarrekeningen.' Ten Cate besloot onlangs volledig met haar execution only-dienstverlening te gaan stoppen. 'Wij kunnen daar onvoldoende toegevoegde waarde bieden.'

Dat is anders bij advies en beheer, vindt Raithel. 'Private banking

draait allemaal om persoonlijk contact', zegt hij. De bank is wars van videochats of sms-updates. 'Onze bankers en adviseurs zitten bij onze cliënten aan de keukentafel. Daarmee kun je zoveel meer uit een gesprek halen. Je ziet een foto aan de muur hangen van de kinderen en kunt aan de hand daarvan een gesprek aangaan over de bedrijfsopvolging of de mogelijkheid een rekening te openen voor de kleinkinderen. Door bij klanten langs te gaan, heb je veel dieper en intensiever contact dan je ooit via de chat kunt hebben.'

Omdat de bank persoonlijke aandacht zo belangrijk vindt, wordt ook bewust geïnvesteerd in de commitment van de eigen werknemers. 'Ook de partners van onze medewerkers sturen wij een bos bloemen op hun verjaardag. Dat creëert een verrassend positieve sfeer.'

Kosten zijn volgens Raithel geen item onder klanten. 'Wij zijn met een all-in beheerfee van 1,1% niet duur. Wat mij wel verbaast, is dat er onlinedienstverleners zijn die meer dan 1% rekenen.'

Hoewel onlinevermogensbeheer en geautomatiseerde roboadviesdiensten in opkomst zijn, zegt Raithel niet bang te zijn opnieuw links en rechts te worden ingehaald, zoals eerder bij de brokeractiviteit-

ten gebeurde. Sterker nog: hij ziet juist een kans in de digitalisering van de dienstverlening van andere dienstverleners.

### Doelgroep groot genoeg

'De groep klanten die onze persoonlijke aandacht waardeert, is nog groot genoeg. Ons type cliënt is de vermogende particulier of de dga. En dit is zeker geen vergrijzende doelgroep. Wij hebben ook ceo's van 40 jaar als klant.'

In principe wordt voor klanten een instapdrempel van €500.000 belegbaar vermogen gehanteerd. In de praktijk bestaat de kerndoelgroep uit klanten met vermogens tussen de €1 mln en de €5 mln. Klanten met echt grote vermogens kunnen vaak beter terecht bij grote internationale wealth-managers. Zij hebben vaak allerlei internationale vermogensstructuren, zoals trusts op Guernsey en dergelijke. Dat is niet onze specialiteit.'

Van overgenomen klanten met vermogens kleiner dan €250.000 is afscheid genomen. 'Het is belangrijk een portefeuille goed te spreiden. Dat lukt niet als het vermogen te klein is.' De bank belegt in individuele aandelen en obligaties, liever niet in beleggingsfondsen, zegt hij. 'Wij doen dit omdat we een optimale transparantie nastreven. Veel fondsen publiceren bijvoorbeeld alleen hun top 10-posities, zodat je niet goed weet wat er verder in het fonds zit. Op deze manier kunnen wij dus overlap voorkomen. Daarnaast geeft het klanten een goed zicht op hun cashflow. Ze zien dat alle uitgekeerde dividenden en coupons worden bijgeschreven.' ■

## VAN KLANTEN MET TE KLEINE VERMOGENS IS AFSCHIED GENOMEN

BARBARA NIEUWENHUIJSEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.



# Niet aan mijn schoonzoon!

Wat te doen als iemand wel geld aan zijn dochter wil schenken, maar niet wil dat dit geld na haar overlijden of na een scheiding bij haar echtgenoot terecht komt?

**J**e kunt op verschillende manieren voorwaarden stellen bij het doen van de schenking, zegt structureerder Hanneke Kroonenberg van Van Lanschot Bankiers. Maar je kan dit alleen doen ten tijde van de schenking en niet achteraf. 'Je kunt een zogenaamde uitsluitingsclausule opnemen. Dit hoeft niet per se notarieel

te worden vastgelegd maar kan ook in een onderhandse akte. Je legt dan schriftelijk vast dat de schenking altijd blijft behoren tot het privévermogen van je dochter. Mocht de dochter trouwen in gemeenschap van goederen dan blijft het geld ook na een scheiding van haar. Er is op dit moment een wetvoorstel in behandeling bij de Tweede Kamer dat regelt dat dit automatisch het geval is. Belangrijk blijft dan wel dat je dochter het bedrag van de schenking apart administreert.'

Veel mensen vergeten volgens Kroonenberg bovendien dat als de dochter overlijdt, het geld vaak wel als nog bij de partner terecht komt. Overlijdt de dochter dan bestaat haar nalatenschap uit de helft van het gemeenschappelijk vermogen en haar hele privévermogen (inclusief de schenking). Heeft ze geen testament dan zal op grond van de wettelijke regeling de hele nalatenschap naar haar echtgenoot gaan. Als er kinderen zijn dan krijgen die een vordering op hun vader ter grootte van hun wettelijk erfdeel. Deze vordering is pas opeisbaar bij faillissement of overlijden van hun vader. Mocht de dochter een testament maken dan kan zij bepalen wie haar erfgenamen zijn.



© PIETER HOGENBIRK / COMICHOUSE.NL

Een ouder die geld schenkt, kan echter ook bepalen waar het geld na het overlijden van het kind dat het geld krijgt, naartoe moet. Dit kan door bij de schenking een tweetrapsmaking vast te leggen. Dan leg je als schenker vast aan wie het geld toekomt na het overlijden van degene aan wie je het eerst schenkt. De dochter kan hier in principe dan niet testamentair van afwijken.

## Herroepelijk schenken

Een andere optie is herroepelijk te schenken. Wie dit doet, kan aangeven in welke gevallen hij het geld weer terug wil hebben. 'Dit klinkt een beetje raar misschien', zegt Kroonenberg, maar hierdoor kan je regelen dat als er een echtscheiding komt of je dochter overlijdt, de schenking ongedaan gemaakt wordt en jij het geld weer terugkrijgt. In de praktijk komt dit laatste weinig voor. Over het algemeen wordt er gewerkt met de uitsluitingsclausule eventueel in combinatie met de tweetrapsmaking. ■

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

TEKST: BARBARA NIEUWENHUIJSEN, REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

# ZORGEN OVER LIQUIDITEIT VAN BEDRIJFSOBLIGATIES

## 'KANS DAT OBLIGATIEMARKT OPEENS DICTGAAT, IS REËEL'

De verminderde verhandelbaarheid van met name bedrijfsobligaties brengt grote risico's met zich mee. Hoe kunnen beleggers zich hier tegen wapenen?

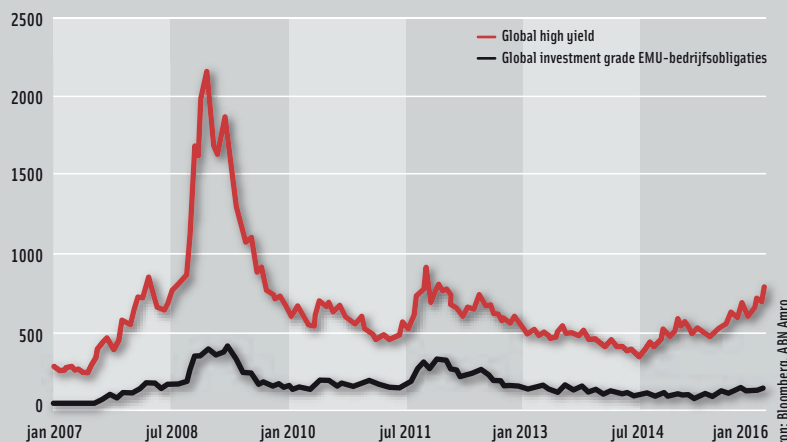
TEKST JEROEN BOOGAARD

**N**a een sterke uitstroom van beleggersgeld ging eind vorig jaar het Focused Credit Fund van Third Avenue Management van de ene op de andere dag dicht. Dit Amerikaanse high yield-obligatiefonds kon wegens het gebrek aan liquiditeit in de markt zijn investeringen niet verkopen. Is het een incident of een voorproefje van wat er gaat gebeuren als er paniek uitbreekt op de obligatiemarkten?

'De grootste angst bij obligatiebeleggers is dat de markt net als tijdens de kredietcrisis in tijden van stress opeens dichtgaat', zegt Wee Mien Cheung, senior portfoliomanager credits bij Delta Lloyd Asset Management. En volgens hem is dit een realistisch scenario. De liquiditeit is de laatste jaren namelijk sterk afgenomen, in weerwil van de enorme groei van vooral de bedrijfsobligatiemarkten. Het wordt

### Oplopende spread

De verminderde liquiditeit komt tot uitdrukking in hogere risico-opslagen van high yield-obligaties.



GRAFIEK: YMKE PAS

steeds lastiger om grote orders te plaatsen zonder de prijs te beïnvloeden, zegt Cheung. 'Vanwege strengere regelgeving is het voor de banken tegenwoordig duurder om obligaties op de balans te houden, waardoor ze veel minder actief zijn als tussenpersoon', zo verklaart hij de teruggelopen liquiditeit.

'Er is geen market making meer.

Wanneer je nu bijvoorbeeld wilt verkopen dan zoekt de bank naar een koper, maar het prijsrisico neemt ze niet meer op zich.' Banken mogen ook niet meer voor eigen rekening handelen. Bovendien spelen de obligatieaankopen van de Europese Centrale Bank volgens Cheung een rol. Door de negatieve yields op veel staatsleningen zijn

beleggers massaal uitgeweken naar bedrijfsobligaties. 'Iedereen zit long in dezelfde bedrijfsleningen, waardoor de handel in de markt verschaalt'.

### Kortlopende leningen

Hoe lager de kredietrating, hoe minder de liquiditeit normaliter is. Maar inmiddels zijn ook staatsobligaties veel minder goed verhandelbaar, waarschuwt Cheung. Het grootste probleem doet zich voor in de Verenigde Staten en dan vooral in de high yield-markt, omdat energie- en grondstoffen-bedrijven hier relatief sterk zijn vertegenwoordigd. Maar ook de goede bedrijfsleningen kampen met minder liquiditeit aangezien iedereen hier in wil blijven zitten. Vooral voor Exchange Traded Funds (etf's) is dit een groot probleem, zegt Cheung. 'Ze beloven dagelijkse liquiditeit, maar als de onderliggende effecten niet goed verhandelbaar zijn dan kunnen ze dat nooit waarmaken. Breekt er paniek uit, dan zullen ook etf's massaal dichtgaan.' (zie artikel op 28,29 en 30.)

In het Verenigd Koninkrijk wordt er volgens Cheung al over gesproken om deze passieve fondsen in dergelijke situaties een bepaalde periode te sluiten of bij liquidatie van grote posities geen cash aan de beleggers terug te geven maar de onderliggende obligaties.

Waar etf's altijd vol belegd zijn, mogen actieve beleggingsfondsen tijdelijk grote cashposities aanhouden. Bovendien kunnen ze bijvoorbeeld de energiesector onderwegen. Dat maakt ze volgens Cheung minder kwetsbaar. 'We zitten nu circa 5% cash als onderdeel van onze liquiditeitspositie en kunnen

dat verhogen naar 10% of meer. Je moet echter ook rendement maken, zodat we er momenteel voor kiezen om wat meer kortlopende stukken met een hogere rating te kopen waar de liquiditeit beter is.'

Investment grade-bedrijfsleningen met een korte looptijd van sterke bedrijven zoals Apple en de Nederlandse Gasunie kunnen volgens hem altijd rekenen op een goede vraag. Hij raadt beleggers ook aan om geen geconcentreerde portefeuille aan te houden maar goed te spreiden. Grote posities kan je immers minder eenvoudig liquideren als de volatiliteit in de markt weer toeneemt. Cheung vreest dat de liquiditeit nog verder zal dalen vanwege de komst van nog strengere regelgeving zoals Basel IV. 'Beleggers moeten daarom rekening houden met meer volatiliteit en blijvend grote verschillen tussen bied- en laatprijzen.'

### Individuele titels

Ook Mary Pieterse-Bloem, hoofd obligatiestrategieën en portfolio-management bij ABN Amro, adviseert particuliere beleggers om via actieve beleggingsfondsen te investeren in bedrijfsobligaties. 'De verleiding is groot om in individuele titels te beleggen van de bekende bedrijven, maar dan krijg

je te maken met de liquiditeitsproblemen. De liquiditeit fluctueert enorm en is ongrijpbaar, waardoor het voor beleggers die er wat verder vanaf staan lastig is om hiermee om te gaan.' Zo beweegt de liquiditeit in bedrijfssectoren de laatste tijd volgens haar vooral mee op de deining die specifieke bedrijven als Volkswagen, Glencore en meer recent Casino veroorzaken. Daar komt nog bij dat obligaties veelal in coupures van €100.000 worden uitgegeven, waardoor het voor de particulier lastig is om een goede spreiding aan te brengen.

Pieterse-Bloem: 'Fondsmanagers zitten veel dichter op de markt en kunnen een veel grotere spreiding aanbrenge. Om aan de liquiditeitsvraag tegemoet te kunnen komen, houden ze bovendien zeker in het high yield-segment een grotere cashbuffer aan. In Europa zijn de actieve fondsen veelal verplicht om 10% cash aan te houden en bij de meeste fondsen in ons universum is dat momenteel zo'n 15%.'

Met een fondstoplossing verdwijnt het liquiditeitsprobleem in de markt weliswaar niet, maar het biedt beleggers volgens haar wel betere bescherming. Om het nadeel van de grote verschillen tussen de bied- en laatprijzen te vermijden, adviseert ze een 'buy-and-hold'-aanpak en niet te verkopen in een dalende markt. 'Zo profiteer je juist van de verminderde liquiditeit, die als een premie is verwerkt in de risico-opslagen', zegt Pieterse-Bloem. Dat geldt uiteraard alleen bij een goed gespreid fonds, waarbij de specifieke risico's weg zijn gediversifieerd. ■

## 'PROFITEER DOOR NIET TE VERKOPEN IN EEN DALENDE MARKT'

JEROEN BOOGAARD IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.

# J.P. Morgan Asset Management Multi-Asset belegger, kies voor een macro-economische aanpak.

In de zoektocht naar veiligheid en rendement waren traditionele mixfondsen lange tijd populair bij Nederlandse beleggers. Maar een focus alleen op aandelen, obligaties en liquiditeiten volstaat niet langer, pleiten Nicolas Deblauwe en Vincent Juvyns van J.P. Morgan Asset Management. Een goede spreiding en diversificatie vragen om meer geavanceerde strategieën. **Beleggingsstrategieën die daarbij kunnen inspelen op macro-economische trends en een lage correlatie hebben met de traditionele markten, kunnen in 2016 uitblinken.**



Vincent Juvyns, wereldwijd marktstrateg, onderbouwt deze visie. “Ten eerste zien we een steeds grilliger correlatie tussen aandelen en obligaties. Volgens de traditionele leer bewegen deze twee beleggingscategorieën in tegengestelde richting, waardoor ze de schokken voor elkaar kunnen opvangen. De afgelopen jaren is de relatie tussen de twee categorieën echter zeer wisselvallig geworden.

Verder is de Sharpe-ratio van een evenwichtige mix van beleggingen sinds medio vorig jaar drastisch gedaald. Met andere woorden: de mogelijke beloning voor het risico dat beleggers nemen in de markt, is afgenomen. Tenslotte hebben de hoge waarderingen en de macro-economische onzekerheid beleggers zenuwachtig gemaakt. Het ouder worden van de bullmarkt in de Verenigde Staten, die al zes jaar duurt, maakt dat beleggers zich afvragen of we aan de vooravond staan van een flinke correctie. Tegelijkertijd zijn obligaties relatief duur waardoor alternatieve beleggingsstrategieën aantrekkelijk zijn.”

## Macro-economische trends als basis

Deblauwe vervolgt: “Gespreid beleggen in traditionele markten werkte heel goed in de jaren na de crisis. Maar vertrouwen



Nicolas Deblauwe (l), Country Head Benelux & Genève, J.P. Morgan Asset Management en Vincent Juvyns (r), Global Market Strategist, J.P. Morgan Asset Management.

op long-only bèta om rendement te behalen, is vanwege de wisselvalligheid in de huidige wereldwijde markten wellicht niet meer voldoende. Het wordt steeds noodzakelijker dat beleggers een mix hanteren van geavanceerde strategieën, zoals relative value, derivaten, en dynamische hedges.” Daarmee kunnen ze zorgen voor meer diversificatie ten opzichte van minder aantrekkelijke traditionele beleggingscategorieën, en mogelijk in zowel stijgende als dalende markten rendement behalen.

Het realiseren van positieve rendementen uit gediversifieerde bronnen, begint met het bepalen van macro-economische trends die de wereldwijde markten sturen. Deze trends kunnen de basis vormen voor specifieke thematische beleggingsideeën, hetzij via traditionele bèta-gerelateerde marktstrategieën, zoals long-posities in aandelen en obligaties, dan wel via meer geavanceerde strategieën die niet afhankelijk zijn van de markttrichting om rendement te genereren. “Wij spelen hierop in met ons **JPMorgan Investment Funds – Global Macro Opportunities Fund**. Dit fonds beroept zich niet op één enkele economie, maar maakt gebruik van een macro-economisch raamwerk.”

## Trends benutten. Hoe doe je dat?

Wereldwijd kunnen inspelen op macro-economische trends is geen sinecure. “Het vereist een infrastructuur, specifieke

expertise en risicomanagement proces die alleen wereldwijd opererende actieve fondshuizen kunnen bieden”, legt Deblauwe uit. “Wij hebben een macro-thematisch proces ontwikkeld dat leunt op de onderzoekscapaciteiten van ons Multi-Asset team. Er wordt gekeken naar structurele en cyclische trends. In samenspraak met een toegewijd portefeuille management team worden er vervolgens strategieën geïdentificeerd, waarvan wij geloven dat die de maximale risicogewogen beloning genereren. Aan de basis hiervan liggen acht bredere thema's die naar onze overtuiging de aandrijvers zijn van rendementen binnen verschillende beleggingscategorieën wereldwijd.” Binnen iedere fase van dit proces speelt risicomanagement een cruciale rol.

## Bewezen success

Deblauwe: “Een van de dingen die heel goed uitpakten hebben over de afgelopen jaren, was het besluit van het team om long te gaan op de US dollar, vanuit het idee dat de economische kracht van de Verenigde Staten de wereldwijde economie aanvoerde. Meer recent is het team short gegaan op een mandje van valuta uit opkomende markten, met het oog op herbalancerende opkomende markten en een wereldwijde economie die minder afhankelijk is van grondstoffen en die minder export gedreven is. Dit zijn succesvolle beslissingen gebleken over de laatste jaren.



# Wat zijn de huidige macro-economische beleggingsthema's?

Wereldwijde macro-economische trends zijn de belangrijkste aanjagers van beleggingsrendementen. Daarom begint het proces met het genereren van thema's.

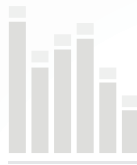
Het Global Macro Opportunities Fund beroept zich niet op één enkele economie, maar maakt gebruik van een macro-economisch raamwerk.

## Amerikaanse economische kracht

Implementatie (voorbeeld):

**Traditionele strategie:** een long-positie in Amerikaanse financiële instellingen, omdat banken vermoedelijk zullen profiteren van economische kracht en toenemende kredietverstrekking aan bedrijven, evenals van verbeterde netto rentemarges als de rente stijgt.

**Geavanceerde strategie:** een long-positie in de Amerikaanse dollar versus een mandje valuta's van opkomende landen, die mogelijk onder druk komen te staan van de stijgende Amerikaanse rente.



## Geleidelijk groeiherstel Europa

Implementatie (voorbeeld):

**Traditionele strategie:** een long-positie in een mandje aandelen van Europese telecombedrijven, die kunnen profiteren van het aangepaste beleid van de Europese Centrale Bank, versoepelde financiële condities en het toenemende consumentenvertrouwen.

## Lage inflatie

Implementatie (voorbeeld):

**Traditionele strategie:** een long-positie in aandelen uit de gezondheidszorgsector omdat de dividenden van deze aandelen aantrekkelijk ogen in een klimaat van lage inflatie. **Geavanceerde strategie:** een short-positie in

Europese energiebedrijven, doordat de olieprijs mogelijk achterblijven bij de ingecalculeerde toekomstige niveaus.

## Economisch herstel Japan

Implementatie (voorbeeld):

**Traditionele strategie:** een long-positie in Japanse banken, die kunnen profiteren van de derde fase van Abenomics (structurele hervormingen).

## Mondiale beleidsdivergentie

Implementatie (voorbeeld):

**Traditionele strategie:** een long-positie in Australische obligaties. In tegenstelling tot andere centrale banken van de G-10 landen, die hun monetaire beleid aanscherpen, is de centrale bank van Australië juist aan het versoepelen, wat gunstig is voor staatsobligaties. **Geavanceerde strategie:** een long-positie in de Amerikaanse dollar versus een short-positie in de Zuid-Koreaanse won dit omdat de centrale bank van Zuid-Korea het beleid mogelijk verder gaat versoepelen.

## Herbalancing opkomende markten

Implementatie (voorbeeld):

**Geavanceerde strategie:** een short-positie in schuldpapier van opkomende markten, waar de winstgevendheid van bedrijven is afgenomen door het vertragen van de groei.

## Zwakke aanbodzijde

Implementatie (voorbeeld):

**Traditionele strategie:** een long-positie in Amerikaanse vastrentende waarden, omdat deze kunnen profiteren van lagere trendmatige reële groei. **Geavanceerde strategie:** een short-positie in de Amerikaanse sector van de discretionaire consumentengoederen, die geraakt kan worden als consumenten minder besteden.

## China in transitie

Implementatie (voorbeeld):

**Traditionele strategie:** een long-positie in Australische vastrentende waarden, die kunnen profiteren van ondersteunend monetair beleid ingegeven door een zwakkere economie. **Geavanceerde strategie:** een short-positie in Europese autofabrikanten, gezien het feit dat het vertragende China voor hen een belangrijke afzetmarkt is.

Kijk voor meer informatie over het fonds op [www.jpmm.nl/multi-asset](http://www.jpmm.nl/multi-asset)

De genoemde voorbeelden zijn bedoeld ter illustratie en vormen niet noodzakelijkerwijs een afspiegeling van de werkelijke huidige belangen en strategieën. De daadwerkelijke implementatie van de thema's in specifieke strategieën is dynamisch en flexibel.

# DE PRIJS VAN ETHIEK

## 'GOVERNANCE VORMT DE KERN VAN ESG-BELEID'

Als een bedrijf zijn bestuur of cultuur niet op orde heeft, kan dit een belegger veel geld kosten. Denk aan het Volkswagen-schandaal. Maar hoe neem je het denken van het management mee in je beleggingsbeslissingen?

TEKST MIRANDA SCHOUTSEN

**D**uurzaam beleggen is momenteel een populair thema. De onderkenning dat de klimaatverandering impact gaat hebben op beleggingsportefeuilles draagt daar duidelijk aan bij. Het Volkswagen-schandaal dat afgelopen najaar naar buiten kwam, demonstreerde dat Ecologische, Sociale en Governance (ESG) factoren ook op heel korte termijn het rendement kunnen bederven. Hier ging het om manipulatie van emissietesten. Als zoets al te voorspellen valt, hoe integreert een analist dat dan in zijn beleggingsanalyse?

'Governance vormt de kern van ESG', zegt Sandra Carlisle, hoofd Responsible Investment bij BNY Newton daarover. Want scheve kapitaalverhoudingen of een onevenwichtig samengesteld management, dat weinig oog heeft voor het arbeidsklimaat of bedrijfsethiek, hebben invloed op alle andere duurzame factoren. 'Maar het is lastig in te schatten', geeft ze toe. 'Het is eenvoudig om op voorstel-

len te stemmen op een aandeelhoudersvergadering maar het is niet eenvoudig om het management van bedrijven te beoordelen en hun manier van denken over bepaalde zaken. Dit moet onderneming voor onderneming, zaak voor zaak. Dat neemt veel tijd in beslag.'

Helaas is het niet mogelijk er even een database op na te slaan als het gaat om governance-risico's, geeft Alex van der Velden, cio van Ownership Capital, aan. 'Wij geloven dat kwalitatieve risico's alleen bij een diepgaande analyse kunnen worden ontdekt. Daarvoor is het nodig het management te ontmoeten. De manier waarop men met kritiek omgaat zegt vaak veel.'

Volkswagen heeft een vrij ondoorzichtige governance-structuur

**'DE MANIER  
WAAROP MEN  
MET KRITIEK  
OMGAAT, ZEGT  
VAAK VEEL'**

waarin vakbonden en de ondernemingsraad relatief veel macht hebben. Het bedrijf kent verschillende grote aandeelhouders en is voor 51% eigendom van de familie Porsche. 'Wij zijn zeer voorzichtig wanneer we zien dat een bedrijf een dominante aandeelhouder heeft', zegt Carlisle. 'Dan is het opletten dat het management ook in belang van de minderheidsaandeelhouders acteert. Hetzelfde geldt voor indirecte controle door andere partijen. Is het bestuur echt onafhankelijk? En hoelang hebben ze al de leiding?'

'Het governance-risico is wel heel contextspecifiek', merkt Van der Velden op. 'Er zijn veel gevallen waarbij familie-eigendom juist heel stabiliserend werkt. Simplistisch oordelen dat een dominante aandeelhouder goed of slecht is, gaat je misleiden.' Hij ziet dat steeds meer beleggers een beetje huiverig zijn voor een dergelijke afweging. 'Want je kunt je niet verschuilen achter cijfers. Beleggen betekent ook verantwoordelijkheid nemen. BP kreeg voor de ramp in de Golf van Mexico uitstekende beoordelingen van de rating agencies op het gebied van duurzaamheid.'

Voor beide beleggers geldt dat dominante aandeelhouders geen reden zijn om niet te investeren maar wel een indicatie geven voor een hoger risico. Hetzelfde gaat op voor andere governance-risico's. Carlisle: 'Denk aan de olie- en gassector. Waar valt de verantwoordelijkheid voor veiligheid, bij een afdeling of op directieniveau? En is er bij financiële instellingen iemand op het hoogste niveau verantwoordelijk voor cyberrisik?'

Indien analisten oordelen dat er sprake is van een hoog ESG-risico dan zal het risicoprofiel overeenkomstig aangepast worden. Dat geldt dus ook voor de autosector nu gebleken is dat emissietesten eenvoudig gemanipuleerd worden zonder dat het opgemerkt wordt. 'Het grote olielek in de Golf van Mexico heeft ervoor gezorgd dat markten veiligheidsrisico's anders inprijzen', illustreert Carlisle. 'Hetzelfde geldt nu voor koolstof. Het is veel kostbaarder om oliebronnen te exploiteren nu we rekening houden met de klimaatkosten.'

Voor een belegger die fundamentele analyse doet, is de governance ook een belangrijke indicatie voor de haalbaarheid van resultaten. Van der Velden: 'Aan een slechte governance verbinden wij verhoogde "kosten van kapitaal"

**'GAAT DE DIRECTIE OF EEN AFDELING OVER DE VEILIGHEID?'**

waardoor een bedrijf minder goed uit de waardering komt. Dat is niet anders dan wanneer je de obligaties van Nederland en Griekenland met elkaar vergelijkt. Alleen vergt het inschatten van governance-risico's fundamentele kennis.'

Volkswagen scoorde bij sommige onderzoeksbureaus qua duurzaamheid relatief goed. Toch stond het bedrijf al jarenlang onder vuur bij aandeelhouders die klaagden over belangenverstrengeling binnen de raad van commissarissen. In 2009 kwam de autofabrikant bij een enquête van het Duitse adviesbureau Ivox uit de bus als het bedrijf met de slechtste governance.

### Reputatie

Volgens Van der Velden van Ownership Capital, dat niet in Volkswagen investeerde, worden beleggers overvallen door dit soort incidenten vanwege de reputatie

van bedrijven. 'Binnen de industrie vroeg iedereen zich af hoe het kon dat het bedrijf een katalysator had ontwikkeld die geen nitraat nodig had. Maar omdat het Volkswagen betrof, dacht iedereen: ze zullen wel iets bijzonders bedacht hebben.'

Ook BNY Newton had geen beleggingen in Volkswagen. 'Maar we zullen niet altijd aan de juiste kant zitten', realiseert Carlisle zich. Dat neemt niet weg dat alles in het werk wordt gesteld om ESG-risico's volledig te integreren bij de waardering van een aandeel. BNY Newton is ook een onderzoek begonnen om te kijken wat de bijdrage is van de ESG-inspanningen aan het realiseren van een outperformance. 'Onderdeel daarvan is de isolatie van de alpha-bijdrage van ons werk op het gebied van governance.' ■

MIRANDA SCHOUTSEN IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.



HOOFD RESPONSIBLE INVESTMENT SANDRA CARLISLE VAN BNY NEWTON

# 'HET GEBRUIK VAN ETF'S IS DOORGESCHOTEN'

## IN VOLATIELE MARKTEN KUNNEN ZE STRESS VERHOGEN

De snelle opmars van indextrackers heeft de markt veranderd. Volgens Hans Betlem van IBS levert dit een aantal problemen op, te beginnen met een liquiditeitsprobleem. Sjef Pieters van Source nuanceert de kritiek.

**TEKST** BARBARA NIEUWENHUIJSEN

**O**p 24 augustus 2015 stortten de beurzen wereldwijd in als reactie op slechte berichten over China. In Amerika daalde de grootste tracker op de brede Amerikaanse aandelenindex S&P 500 en de grootste en meest liquide aandelen uit deze index zelfs 15% tot 20% in een paar minuten.

De bekendste tracker op de S&P 500 is de zogenoemde SPY. Dit is de SPDR S&P 500 ETF. 'Deze indextracker heeft zo'n \$170 mrd tot \$180 mrd onder beheer. Dagelijks wordt 17% van de uitstaande aandelen verhandeld. De etf heeft daarmee een omloopsnelheid van 4200% per jaar', zegt chief investment officer Hans Betlem van IBS Capital Management, een van de grootste onafhankelijke vermogensbeheerders in Nederland. 'De meeste koop- en verkoopbewegin-

gen worden onderling tegen elkaar weggestreept. Er hoeven dus lang niet altijd onderliggende aandelen te worden verkocht of gekocht. De tien grootste aandelen uit de S&P 500 hebben een gemiddelde dagelijkse omloopsnelheid van 0,5%. De etf heeft dus een 35 keer grotere turnover dan de grootste aandelen in de index. Hier was passief beleggen niet voor bedoeld', zegt hij.

Als gevolg hiervan ontstaan er volgens Betlem problemen met de liquiditeit als er stress in de markt ontstaat en de meeste beleggers in de indextracker van hun stukken af willen.

'Als er tegenover een etf die wordt ingenomen geen koper staat, dan moeten de onderliggende stukken verkocht worden. De bedrijven met de zwaarste weging in de index raakt dit het meest. Op 24 augustus vorig jaar, toen de beurzen instortten in reactie op slecht nieuws over China, openden grote bedrijven als Apple en General Motors 15% tot 20% lager ten op-

zichte van hun slotkoers de vorige dag en sommige van de meest liquide etf's openden zelfs 30% lager of meer. Wat er gebeurde was dat de koersen van grote bedrijven verder omlaag getrokken werden als gevolg van liquiditeitsproblemen bij de verkoop van etf's. Tijdens de flashcrash van mei 2010 greep de Amerikaanse toezichthouder SEC in en werd de handel teruggedraaid. Dat gebeurde nu niet', constateert Betlem.

### Wet- en regelgeving

Dat er problemen zijn met de liquiditeit is ook een gevolg van veranderende wet- en regelgeving. Veel grote Amerikaanse banken zijn na 2009 gestopt met het verschaffen van liquiditeit omdat ze niet meer voor eigen rekening mogen handelen. 'Sindsdien zijn de high frequency traders er wel bij gekomen, maar die trokken zich op 24 augustus ook terug', analyseert Betlem. 'We hebben dus te maken met een liquiditeitsprobleem en etf's verer-





HANDELAREN OP DE NEW YORK STOCK EXCHANGE, VLAK NA DE OPENINGSBEL OP 24 AUGUSTUS 2015. FOTO: HH

geren dat probleem. Als ik een indextracker koop als onderdeel van een buy & hold-portefeuille is er niet zoveel aan de hand. Maar mensen willen een tracker elk moment van de dag kunnen kopen en verkopen. Bedenk je je dat dit vaak gebeurt op basis van emoties en het belegd vermogen in etf's vele malen groter kan zijn dan de onderliggende markt, dan kan het dus gebeuren dat een etf en de grootste meest liquide stukken uit de gevolgde index veel sterkere koersbewegingen laten zien dan de onderliggende index in zijn geheel.'

Een voorbeeld hiervan is India. 'De dagelijkse turnover binnen emerging markets etf's en de twee grootste India-trackers is € 2 mrd, terwijl die van de hele Indiase beurs € 3 mrd is. Willen mensen massaal van hun India-exposure via etf's af, dan zal de liquiditeit er daarvoor niet zijn', aldus Betlem. 'Een etf kan best goed zijn als nicheproduct, maar zodra het iets wordt voor de massa, wordt het riskant.'

Sjef Pieters, hoofd Benelux bij de Britse indexprovider Source, nuanceert de kritiek van Betlem. 'De marktomstandigheden waren op 24 augustus vorig jaar inderdaad uitzonderlijk', zegt hij. Veel etf's gingen volgens hem in de eerste minuten na opening van de beurs echter zo sterk naar beneden omdat veel aandelen die dag vertraagd openden, waardoor er nog niet meteen van alle aandelen een openingskoers beschikbaar was. Hij vindt het echter een groot pluspunt dat er in veel etf's wel meteen gehandeld kon worden. 'Mensen

die eruit wilden, konden verkopen, weliswaar met verlies maar het kon. Beleggers hoefden echter niet te verkopen. Je had dit ook als een mogelijkheid kunnen zien om goedkoop bij te kopen.'

Hij wijst er bovendien op dat etf's ook 'een laag liquiditeit' aan een markt kunnen toevoegen. Etf's maken minder liquide markten als high yields, India en zelfs goud toegankelijk voor kleinere beleggers, zegt hij. 'In 99 van de 100 gevallen is dit een voordeel.'

### Weging indices aangepast

Om etf's beter aan te laten sluiten op de liquiditeit van de onderliggende markt, hebben veel indexaanbieders in 2005 de weging van hun marktkapitalisatiegewogen trackers aangepast. Niet langer wordt de weging bepaald door de totale marktkapitalisatie (= koers x alle uitstaande aandelen), maar in plaats daarvan wordt uitgegaan van de 'float adjusted'-marktkapitalisatie. Dit betekent dat alleen de

**'DAT JE WEL  
METEEN IN  
TRACKERS KON  
HANDELEN, IS  
EEN PLUSPUNT'**

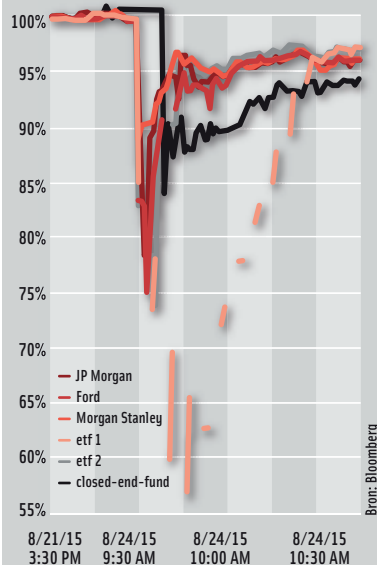
aandelen die vrij verhandelbaar zijn in de som worden meegenomen en niet de aandelen die bijvoorbeeld in handen zijn van de oprichters van een bedrijf. Dit klinkt volgens Betlem 'misschien mooi', maar gaat ten koste van de invloed van snelgroeiende bedrijven in de index. Als voorbeeld noemt bij Walmart. 'De eerste 10 jaar van zijn bestaan steeg dit aandeel 40% per jaar. 40% van de aandelen was echter in handen van de oprichters. Volgens de huidige systematiek was dan maar 60% van die 40% meegeteld bij het bepalen van het rendement van de index.' Betlem vindt het bovendien kwalijk dat etf-aanbieders niet transparant zijn over 'het feit' dat deze indexverandering gelijk staat aan hogere kosten en dus een lager rendement voor de belegger. Op de vraag of het erg is dat etf-aanbieders de weging in indices aanpassen om zo het systeemrisico van indextrackers te verkleinen, zegt Betlem: 'Als de groei van het vermogen belegd in etf's doorzet, dan wordt het probleem alleen maar groter.' Het helpt volgens hem dus onvoldoende.

Pieters merkt in dit kader op dat ook actieve beleggingsfondsen met float adjusted-indices werken. Volgens hem is dit goed. 'Dit komt de liquiditeit ten goede en voorkomt grote uitlagen op basis van kleine plukjes vrij verhandelbare aandelen.'

Beleggers die hier problemen mee hebben, kunnen volgens hem ook kiezen voor trackers op alternatief gewogen indices of zogenoemde smart bèta-producten. Feit blijft volgens hem echter dat beleggers voordat zij in een product stappen, goed moeten kijken, wat dit voor product is.

### 24 augustus 2015: wat een dag

Koersbewegingen op de NYSE van representatieve aandelen, etf's en een closed-end-fund.



GRAFIEK: YMKE PAS

Naast grote etf's zijn er uiteraard ook grote beleggingsfondsen. Volgens Betlem zouden zij in principe voor dezelfde problemen kunnen zorgen, maar is dit in de praktijk toch niet zo omdat actieve beleggingsfondsen kleiner van omvang zijn. Ook speelt mee dat actieve fondsen niet elk moment van de dag verhandeld kunnen worden, maar over het algemeen een keer per dag. Als je vandaag besluit te verkopen, kan dat dus meestal pas

## 'ETF'S GEVEN KLANTEN DE ILLUSIE DAT BELEGGEN MAKKELIJK IS'

de volgende dag of de dag erna en niet op het moment van paniek zelf. Dit haalt volgens Betlem de druk enigszins van de ketel.

Een derde punt van kritiek op etf's dat Betlem opwerpt, is dat je via een tracker 'zogenaamd veilig in bedrijven kunt stappen, zonder je in de deze bedrijven te verdiepen'. 'Stap je in een tracker op de Duitse DAX, dan stap je ook in Volkswagen. Je kunt je afvragen of je dat wil.'

### In ieder geval transparant

Volgens Pieters zijn trackers in ieder geval transparant over waar ze precies in beleggen, 'terwijl de positionering van actieve fondsen per dag kan wisselen en ze vaak alleen maar melden wat hun top 10-posities zijn. 'Beleg jij via een etf in Volkswagen en wil je dat niet, dan kun je de etf verkopen of aanvullend een puutoptie op Volkswagen kopen.'

Een groot nadeel van actieve producten is volgens Pieters dat ze niet consequent tot outperformance leiden. Betlem is er echter van overtuigd dat actief management op de lange termijn wel tot consequente outperformance zou kunnen leiden, maar dat veel actieve huizen hier simpelweg niet op zijn ingericht. 'Om op de lange termijn een outperformance te kunnen neerzetten, moet je accepteren dan je soms 3 of 4 jaar achterblijft bij de index. Dit mandaat krijgen actieve managers niet, want dan lopen de klanten weg. Aan de andere kant van het spectrum heb je dan etf's die klanten de illusie geven dat beleggen makkelijk is: je volgt gewoon de index. Dat is een verkeerde boodschap.'

BARBARA NIEUWENHUIJSEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

# LIEVER IN DE LUWTE

## MEESTE INSTROOM GAAT NAAR GELDMARKTFONDSEN

Het nieuwe jaar is begonnen zoals 2015 werd afgesloten. De risicobereidheid onder beleggers blijft laag.

TEKST HARM LUTTIKHEDDE

**H**et sentiment onder beleggers komt misschien wel het beste tot uiting in de verzamelde in- en uitstroomcijfers van beleggingsfondsen. Een blik op de wereldwijde 'fund flows' laat zien hoe afwachtend beleggers zijn. Een veeg teken. Kennelijk voorzien velen meer onheil.

Geldmarktfondsen hebben sinds de tweede helft van afgelopen jaar ruim \$200 mrd instroom gezien. Naar aandelen ging slechts \$7 mrd, terwijl aan obligaties \$46 mrd werd onttrokken, blijkt uit cijfers van Bank of America Merrill Lynch (BofAML). Oftewel, cash is king.

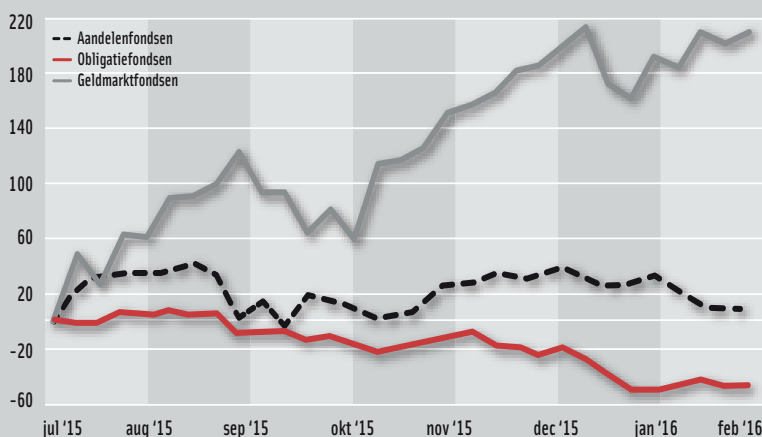
### Uit de gratie

Dat beleggers weinig vertrouwen hebben in de economie spreekt volgens BofAML ook uit de uitstroom voor fondsen die beleggen in inflatiegelinkte obligaties, bankobligaties, schuld papier uit opkomende landen en financials.

Staatsobligaties, maar ook goud en zilver, de traditionele veilige havens, hebben tijdens de woelige start van dit jaar overigens wel de

### Geldmarktfondsen in trek

Cumulatieve kapitaalstromen sinds tweede helft 2015 (in mrd \$).



GRAFIEK: YMKE PAS

nodige instroom gezien.

Wie tegen deze achtergrond in Europa het meeste geld ophaalt bij beleggers? Afgelopen jaar was dat met afstand BlackRock. 's Werelds grootste assetmanager zag een instroom van €51,4 mrd, zo blijkt uit de meest recente cijfers van dataleverancier Lipper. Deutsche Bank en JP Morgan volgden met €20,9 mrd en €18,7 mrd.

Het fonds met de meeste instroom in Europa was het wereldaandelenfonds UniGlobal Vorsorge met €8,3 mrd, gevolgd door de SICAV-versie van het absolute

return-fonds van Standard Life Investments met €7,1 mrd en het wereldwijde high yield-fonds Baloise Einanlegerfonds met €5,2 mrd. De Britse versie van het Standard Life-fonds haalde €4,2 mrd op. Absolute return- en mixfondsen zijn met zes noteringen goed vertegenwoordigd in de top 10-lijst van 'best selling'-fondsen. Hun populariteit wordt mede toegeschreven aan de zoektocht naar rendement van obligatiebeleggers. ■

HARM LUTTIKHEDDE IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.

# ‘Zullen we het stelsel nu eens toekomstbestendig maken?’

JEROEN WILBRINK: DE REGELS AANPASSEN IS ALS DE PATIËNT MET MAKE-UP NAAR HUIS STUREN

**H**eeft jouw buurman ook een sjoemeldiesel? Of rijd je zelf zo'n Volkswagen met lekker 'lage' emissies? Hoe voelt dat? Voel je je bedrogen? Of bezwaard, dat je eigenlijk het milieu meer belast dan je van plan was?

Iedereen spreekt er schande over en het gevolg van de praktijken van Volkswagen en enkele andere autoproducenten is dat er wereldwijd weer meer regelgeving zit aan te komen. De standaard pavlovreactie van overheden en overheidsinstanties; als je je niet aan de regels kunt houden, dan wordt de regelgeving aangescherpt.

Op de kredietcrisis reageerden de verschillende beleidsmakers en overheden met een uitbreiding van regelgeving voor banken: hogere eisen voor kapitaalreserves en de introductie van central clearing zijn enkele van de vele initiatieven die zijn genomen door de verschillende overheden en instanties. Wat de banken en Volkswagen krampachtig onder het tapijt probeerden te vegen, haalden we met nieuwe regels allemaal weer boven tafel.

Ook voor pensioenfondsen introduceerden we vergelijkbare regels; marktwaardering van verplichtingen bijvoorbeeld, zodat de werkelijke gezondheid van het fonds voor alle stakeholders duidelijk zou zijn.

Maar toen bleek dat niet ieder pensioenfonds een zes op de rapportkaart kreeg, gingen we de regels weer aanpassen. In tegenstelling tot elders in de financiële sector, werd de regelgeving niet sterker: elke aanpassing sinds de oorspronkelijke introductie van het Financieel Toetsingskader (FTK) heeft tot gevolg gehad dat de regels zijn afgezwakt: middelloon, conditionele indexatie, middeling van de berekeningsmethodiek,



FOTO: HH

uitspreiden van kortingen.

Tien jaar na het oorspronkelijke FTK sla ik de krant open en zie de volgende krantenkoppen: 'De pensioenpremies kunnen weer omlaag door de vergrijzing' en: 'De pensioenfondsen moeten weer korten'. Omdat de financiële situatie van de fondsen weer zo belabberd is, stelt de FNV bovendien voor om de rekenrente weer aan te passen. Begrijpt u het nog?

Afgelopen maand in Davos vond er een verhitte discussie plaats over regelgeving, waar ook onze eigen minister van Financiën Jeroen Dijsselbloem aan deelnam. 'Zeg alsjeblieft niet dat wij de banken te veel reguleren', zei de minister. Maar

het betoog van zijn gesprekspartner, Stephen Schwarzman van vermogensbeheerder Blackstone, was niet dat er te veel regelgeving was, maar dat de regelgeving die er was, averechts had gewerkt en het Europese bankwezen nog steeds op het ziekbed lag.

Ook bij de pensioenfondsen hebben we jarenlang gesjoemeld met de regels en nu ligt het traditionele eind- en middelloonpensioen op het sterfbed. De regels weer aanpassen is het equivalent van de patiënt met lippenstift en laagje make-up, pruik en zonnebril gezond te verklaren en naar huis te sturen.

Het wordt tijd om afscheid te nemen van de dieselstinker en samen te gaan kijken hoe wij individuele beschikbarepremieregelingen toekomstbestendig gaan maken. Een eerlijk pensioen, versterkt door goede regelgeving. En geen gesjoemel. ■

JEROEN WILBRINK IS DE OPRICHTER VAN ATTOLLO INVESTMENT ADVISORS.





# EEUWIGE BELOFTE OF WELKOME DIVERSIFICATIE?

## HEDGEFONDSEN: GEROEMD EN VERGUISD

De waarderingen zijn hoog, de markten volatiel en de wereldwijde liquiditeit droogt op. Dat zorgt ervoor dat beleggers hun blik richten op hedgefondsen als alternatief.

TEKST ANTON REIJINGA

**H**edgefondsen bieden niet de oplossing voor alle problemen, noch staan ze garant voor dubbelcijferige rendementen, maar ze worden wel steeds interessanter in een gediversifieerde portefeuille', zegt Phillippe Ferreira, cross-assetstrateeg en hedgefonds-onderzoeker van het Franse fondshuis Lyxor Asset Management.

In een recent onderzoeksrapport proberen Ferreira en zijn collega's een antwoord te vinden op de vraag of een nieuw tijdperk is aangebroken voor hedgefondsen. Op basis van historische trends en de lage rendementsverwachtingen in andere beleggingscategorieën, concluderen ze dat er een aantal goede jaren in het verschiet kunnen liggen voor de sector.

Geen fondscategorie spreekt meer tot de fantasie van beleggers en is tevens zo verguisd als hedge-

fondsen. Toen hedgefondslegende George Soros – volgens het Amerikaanse zakenblad Forbes persoonlijk goed voor meer dan \$22 mrd – zich vorige maand uitliet over de Chinese yuan sidderden de markten. Het verhaal over hoe hij met zijn Quantum-hedgefonds in 1992 door groot te speculeren een devaluatie van het Britse pond afdwong en er \$1 mrd winst op maakte, staat in het collectieve geheugen van beleggers gegrift. Ook in de Aziëcrisis van 1997 zagen velen de hand van Soros.

Dat het ook de andere kant op kan gaan, bewees de breed uitge-

**'OOK IN DE AZIËCRISIS ZAGEN VELEN DE HAND VAN SOROS'**

meten ondergang van Long Term Capital Management (LTCM) in 1998. Het door obligatiehandelaar John Meriwether opgezette hedgefonds, met verder Nobelprijswinnaars Myron Scholes en Robert Merton aan het roer, deed het financiële systeem wankelen. Uiteindelijk liet de deconfiture van LTCM een gat van bijna \$5 mrd achter, mede als gevolg van verliezen op zwaar geleveragede posities in Russische obligaties.

### Kredietcrisis

Toen in de kredietcrisis vanaf 2007 de kredietmarkten opdroogden, kwam opnieuw hoge leverage binnen de sector aan het licht. Sommige hedgefondsmanagers, zoals John Paulson – wiens persoonlijk vermogen Forbes schat op \$11,4 mrd – met zijn Paulson Credit Opportunity Fund, verdienden fortuinen door in te zetten tegen de subprime obligatiemarkt. Dit verhaal komt terug in het boek *The Big Short*, waarvan de gelijknamige film afgelopen maand in première ging.

De geforceerde afbouw van schulden die volgde, wordt echter door onderzoekers, onder wie Lyxors Ferreira, gezien als oorzaak voor het achterblijven van de categorie in een markt waarin ze zich bij uitstek had moeten bewijzen als 'hedge'. Als reactie op de crisis, draaiden centrale banken wereldwijd de geldkraan open. De lage rente in combinatie met directe steunaankopen, gaf de koersen van aandelen en obligaties jarenlang de wind in de rug. Voor long-short-hedgefondsen bijvoorbeeld maakte dit het moeilijk om geschikte short-kandidaten te vinden.

Terwijl de rendementen achterbleven, ontstond tumult over de relatief hoge beheer- en prestatievergoedingen in de sector. Pensioenfondsen als het Amerikaanse CalPERS en het Nederlandse Pensioenfonds Zorg en Welzijn zeiden met name hierom de afgelopen jaren hun allocatie naar de sector te willen afbouwen. Veel hedgefondsen hebben intussen het mes gezet in het standaardmodel, waarin 2% over het vermogen onder beheer plus een prestatiebeloning van 20% van de winst werd berekend.

### Teleurstellend jaar

Afgelopen jaar was echter wederom een teleurstellend jaar voor tal van grote namen uit de hedgefondswereld. Negatieve verrassingen op het vlak van grondstoffen- en energieprijzen, risicovolle bedrijfsobligaties, oftewel junkbonds, en opkomende markten vertaalden zich in karige rendementen. De samengestelde index van het Amerikaanse Hedge Fund Research (HFR) verloor 0,9% en bleef daarmee achter bij een passieve belegging in de S&P 500 in-

dex, die een rendement van 1,2% (inclusief dividend) opleverde. De kleinere Lyxor Hedge Fund Index met een meer Europees perspectief bleef steken op een 'marginale' plus van 0,2%.

Lyxor onderscheidt zes soorten hedgefondsen. Voor de segmenten: event driven, global macro, long-short equity, fixed income arbitrage en commodity trading advisors (CTAs), heeft het Franse fondshuis een subindex. Een zesde categorie vormen de multi strategy-fondsen. De subindices voor long-short equity en global macro boekten over 2015 positieve rendementen van 4,1% en 2,4%. De overige drie subindices daalden met om en nabij de 3%.

Bill Ackman van Pershing Square Holdings, met een aandelenstrategie die als event driven getypeerd kan worden en die genoteerd is aan de Amsterdamse effectenbeurs, maakte in januari een ongebruikelijke knieval voor beleggers. De bewierookte hedgefondsmanager schreef beleggers een excuusbrief nadat afgelopen jaar meer dan een vijfde van de beurskoers van zijn beleggingsvehikel in rook was opgegaan.

Strateeg Ferreira ziet de recente turbulentie echter als voorbode van de omslag. De Amerikaanse

## AANTAL VAN DE GROTERE FONDSEN BOUWDE POSITIE ALAF



GEORGE SOROS FOTO: HOLLANDSE HOOGTE



Federal Reserve wil haar handen dit jaar verder van de markt aftrekken. De opdrogende liquiditeit stelt volgens Ferreira een limiet aan de wereldwijde beursrally. Ook andere grote fondshuizen prenten beleggers in dat ze komende jaren met minder genoegen zullen moeten nemen.

Daar komt bij dat vraagtekens geplaatst kunnen worden bij de veronderstelde voordelen van diversificatie door aandelen en obligaties te combineren in een portefeuille. Afgelopen jaar stonden beide categorieën immers vaak gelijktijdig onder druk.

Ferreira stelt dat in deze omgeving hedgefondsstrategieën zich kunnen bewijzen, zowel rendementsverhogend als risicoverlagend. Uit een doorrekening van drie mogelijke scenario's voor de komende jaren concludeert Lyxor dat voor de sector als geheel een jaarlijks rendement is te behalen van 5 tot 6% boven de risicovrije rentevoet.

### Implementatie strategie

Gevraagd naar manieren waarop hedgefondsstrategieën in een doorsnee portefeuille geïntegreerd kunnen worden, geeft directeur Mark Baak van Primum Fund Management drie voorbeelden.

## 'AANDELEN EN OBLIGATIES STAAN VAAK GELIJKTJDIG ONDER DRUK'

Om te beginnen kunnen beleggers door gebruik te maken van fondsen die beleggen in hedgefondsen de selectie overlaten aan professionals. Op deze manier is de toetredingsdrempel om in te stappen lager en kan ook in fondsen worden belegd waar anders geen toegang toe verkregen kan worden, wijst Baak. 'Een nadeel vormt de extra kostenlaag, al zijn de fees de afgelopen jaren gereduceerd.'

Een andere mogelijkheid is het integreren van hedgefondsstrategieën in traditionele portefeuillecomponenten. Zo kan een deel van de aandelen- of obligatieweging worden gealloceerd naar long-short-strategieën of arbitragestrategieën. 'Een breed gespreid mandje long-short-equityfondsen is vrijwel zeker minder risicovol dan de aandelenportefeuille', stelt Baak. 'Wanneer de rendementen uit het verleden enige sturing geven dan kan het zelfs het rendement van de portefeuille verhogen.'

Een derde optie is het specifiek toevoegen van hedgefondsen die een lage(re) correlatie hebben met de aandelenindices. 'Er kan dan gedacht worden aan hedgefondsstrategieën zoals CTA's, global macro, arbitragestrategieën en/of de strategie equity market Neutral', aldus Baak.

Lyxor, dat ook producten als funds-of-hedgefunds aanbiedt, adviseert de allocatie naar hedgefondsstrategieën in elk geval op te trekken. Ferreira ziet een allocatie van 10 à 15% voor een institutionele belegger als redelijk. 'Partijen zoals private banks kunnen hoger gaan.' ■

# 'HET TOEKOMSTBEELD VOOR EUROPA IS GRIMMIG'

## GEOPOLITIEKE RISICO'S IN 'G-ZERO WORLD' LOPEN SNEL OP

Beleggers doen er goed aan rekening te houden met geopolitieke risico's, zegt politiek adviseur Ian Bremmer. Ook is het verstandig onderscheid te maken tussen de winnaars en verliezers van een fragmenterende wereld.

TEKST CEES VAN LOTRINGEN

**D**e 'G-Zero World' kondigde hij vier jaar geleden al aan, maar nu is deze ook echt zichtbaar tot in alle uithoeken van de aardkloot. Het is een wereld waar door het verval van de macht van het Westen niemand het echt meer voor het zeggen heeft. Het gevolg, zegt de Amerikaanse politieke adviseur Ian Bremmer, is een stuurloze wereld waarin staten vooral hun eigenbelang verdedigen.

'We weten niet wat er in de plaats komt voor de overzichtelijke wereld van voorheen: meer anarchie of juist meer centralisme', zegt Bremmer, die door kwaliteitsmedia wordt beschouwd als een goeroe die politieke wetenschappen — en met name geopolitieke risico's — weer op de agenda heeft gekregen van de financiële markten. 'De geopolitieke risico's', zegt Bremmer in de marge van een voordracht voor



IAN BREMMER FOTO: DIRK EUSTERBROCK

Skagen in Amsterdam, 'zijn in mijn hele professionele loopbaan nog niet eerder zo manifest geweest.'

### Hoe kijkt u naar de huidige ontwikkelingen in Europa?

'Ik ben geen somber mens. Ik kijk doorgaans naar de langere termijn, maar als ik eerlijk ben dan ziet het beeld voor Europa er behoorlijk grimmig en somber uit.'

### Doelt u dan op de existentiële crisis waar Europa in is beland?

'Naar de Europese Unie kan je op twee manieren kijken. Aan de ene kant moet je vaststellen dat Griekenland het enorm moeilijk heeft met bezuinigingen en verarming van de bevolking. Maar dat is maar beperkt gepaard gegaan met geweld en populisme. In grote lijnen geldt dat ook voor de rest van Eu-



ropa. Er is geen nieuwe Hitler opgestaan, er is geen acute dreiging van oorlog. Er is nog steeds sprake van politieke stabiliteit.'

### Maar?

'Inderdaad: maar. De EU is het grootste supranationale experiment in de geschiedenis. Gemeenschappelijke wetten en waarden werden geaccepteerd. Maar dat is nu snel aan het eroderen. Er is geen leiderschap. Zelfs Angela Merkel die zo indrukwekkend haar hand uitstak naar de vluchtelingen, blijkt deze overspeeld te hebben. Haar timing was beroerd. Niemand steunt haar meer: 40% van de bevolking staat nog achter haar. Dat was meer dan 70%.'

### En wat zegt dat laatste over de relatie tussen Europa en de VS?

'De transatlantische relatie is de belangrijkste bron van stabiliteit in de wereld, maar deze is sinds het Marshallplan niet meer zo slecht geweest. De VS hebben hun interesse verloren en de Europeanen wantrouwen de VS. De bredere betekenis van deze verzwakte transatlantische samenwerking is dat het vermogen wordt ondermijnd om snel en adequaat te reageren op terrorisme, conflicten en het uit elkaar vallen van staten.'

### De crisis rond Oekraïne lijkt in die verwijdering een belangrijke rol te spelen.

'De toenmalige president van Oekraïne, Janoekovitsj, wilde geen onderdeel van Europa worden. Hij wilde economische steun. Maar de Europeanen gaven hem niks. Die onverschilligheid, ingegeven door risicoaversie en de publieke opinie, heeft Poetin beslist uitgedaagd om

in Oekraïne in te grijpen. Vervolgens heeft het Westen economische sancties geformuleerd. Maar als je als EU iemand wil straffen, dan moet het echt belangrijk voor je zijn, want Rusland is te groot om te isoleren. Dat gebrek aan respect heeft Rusland echt boos gemaakt.'

### De lage olieprijs, die niets met de sancties te maken heeft, doet Rusland pas echt pijn.

'Zeker, maar op korte termijn is het voor Poetin geen probleem. Hij wordt in 2018 echt wel herkozen als president. Maar op de langere termijn hebben autocratische regimes als Rusland en China het wel moeilijk. Van democratische verkiezingen zal het in die landen niet snel komen, want daar zijn ze niet klaar voor en de Arabische Lente laat ook zien welke risico's van destabilisering daar vanuit kan gaan. Maar je kunt misschien verkiezingen voorkomen. Je kunt niet voorkomen dat mensen van nieuwe technologieën gebruik gaan maken, zoals internet en smartphones. Uiteindelijk tasten die de status quo in die landen aan.'

### De spanningen in het Midden-Oosten zijn sterk verbonden met de oliemarkt en de olieprijs die voor Europa zo essentieel is.

**'NIET DE GROEI, MAAR HET RISICO MOET JE NU MANAGEN'**

'Voor de langere termijn is de stabiliteit in Saoedi-Arabië, als grootste olie-exporteur ter wereld, voor Europa van grote betekenis. Dit land verliest de steun van zijn vrienden. Het raakt geïsoleerd tegenover Iran en ervaart Isis als een serieuze bedreiging.'

### Europa kan toch op die geopolitieke risico's reageren met de ontwikkeling van eigen energiebronnen als zon en wind?

'Dat is waar, alleen is een olieprijs van om en nabij de \$30 per vat geen aansporing voor staten en bedrijven om hernieuwbare energie te ontwikkelen, het klimaatverdrag van Parijs ten spijt.'

### Tot slot, hoe kan een belegger deze geopolitieke risico's vertalen naar zijn portefeuille?

'In de oude wereld was beleggen een kwestie van kopen en verkopen. Je kocht goedkoop en verkocht duur. Je was vooral gericht op rendement. Nu gaat het niet meer om groei, maar om het managen van het risico. Dat betekent dat je in de dollar belegt, in de VS, in vastgoed en in delen van Azië, zoals het relatief geïsoleerde Japan. Daarnaast is het belangrijk onderscheid te maken tussen de winnaars en de verliezers. De energiesector is risicovol. Beter kun je de Chinezen volgen die massief bezig zijn met de ontwikkeling van infrastructuur. En als de wereld fragmenteert en uit elkaar valt, dan zijn defensiebedrijven aantrekkelijk en technologie die je tegen cybercrime beschermt, maar ook nano- en biotechnologie zullen tot de winnaars behoren.' ■

# Beleggen in opkomende markten

## Kies actief... Kies Fidelity



FF – Emerging Markets Fund door ING-fondsselecteur Simon Wiersma getipt als aandelenfonds voor 2016

### Fidelity Funds - Emerging Markets Fund

Ontwikkelingen in de wereld gaan razendsnel. Dat geldt des te meer voor de opkomende landen. Deze bestaan uit een zeer diverse groep van regio's die niet samen op één hoop gegooid kunnen worden. Sommige landen profiteren bijvoorbeeld van de lagere olieprijs, terwijl het voor andere juist problemen oplevert. Vooral landen met een serieuze hervormingsagenda bieden kansen voor beleggers.

Om in opkomende markten goede beleggingsresultaten te kunnen behalen, is diepgaande kennis van de landen en de bedrijven in combinatie met een zeer selectieve en actieve benadering van de portefeuilleconstructie absoluut cruciaal.

Kijk op [www.fidelity.nl/emergingmarkets](http://www.fidelity.nl/emergingmarkets)



Niets uit dit marketing document mag worden gekopieerd of verspreid zonder voorafgaande toestemming van Fidelity. Tenzij anders aangegeven zijn alle hier gegeven meningen en visies afkomstig van Fidelity. Fidelity, Fidelity International, het Fidelity International logo en het F symbol zijn handelsmerken van FIL Limited. Fidelity Funds "FF" is een "open-ended" beleggingsmaatschappij gevestigd in Luxemburg, met verschillende aandelenklassen. In het verleden behaalde resultaten geven geen betrouwbare indicatie voor de toekomstige ontwikkeling. De waarde van beleggingen en de gegenereerde inkomsten kunnen zowel stijgen als dalen. Het is mogelijk dat de belegger het geïnvesteerde bedrag niet terugkrijgt. Fidelity verstrekt uitsluitend informatie over eigen producten en diensten en geeft geen beleggingsadviezen die gebaseerd zijn op persoonlijke omstandigheden. De getoonde gegevens houden geen rekening met de initiële kosten die van toepassing kunnen zijn. Fondsen die in buitenlandse markten beleggen, kunnen onderhevig zijn aan schommelingen van de valutakoersen. Let op dat de aandelen zijn uitgedrukt in hun respectieve aandelenklasse valuta en dat het omrekenen van valuta slechts een indicatieve prijs geeft. Beleggingen in kleine en opkomende markten kunnen sterker schommelen dan beleggingen in ontwikkelde markten. Beleggingen dienen te geschieden op basis van het op dit moment geldige prospectus en de Essentiële Beleggersinformatie, die samen met de huidige jaar- en halfjaarverlagen kosteloos verkrijgbaar zijn bij onze distributeurs, bij ons Europese Service Centre in Luxemburg, FIL (Luxemburg) S.A., 2a, rue Albert Borschette, BP 2174, L-1021 Luxemburg en in Nederland: FIL (Luxemburg) S.A. Netherlands Branch (geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten), World Trade Center, Toren H 6e etage, Zuidplein 52, 1077 XV Amsterdam (tel. 020 - 797 7100). Fidelity Funds is gerechtigd deelnemingsrechten aan te bieden in Nederland op grond van artikel 2:66 (3) jo. 2:71 en 2:72 Wet op het financieel toezicht. CL16011403

# OPKOMENDE MARKTEN



## KOPEN OF WEGWEZEN

Beurzen in emerging markets hebben flinke klappen gehad. Tijd om weer in te stappen?

PAGINA 40-41



## KAF EN KOREN

Hoe deden emerging markets-fondsen het over drie en vijf jaar gezien?

PAGINA 42

## EN VERDER

## BRAZILIË VS MEXICO

Grote verschillen binnen één continent.

PAGINA 46-47

# NU WACHTEN OP HET FEEST

Gedaalde beurzen zorgen voor historisch lage koers-winstverhoudingen.

## TEKST REDACTIE FONDSNIEUWS

**D**e glans is er inmiddels wel vanaf. Opkomende markten worden getroffen door een storm: relatief gematigde economische groei gaat gepaard met een afnemende vraag naar grondstoffen. Daarbovenop speelt een kapitaaluitstroom hun parten door hogere Amerikaanse rente. Beleggers trekken zich terug op de relatief veilige terp van Japan en Europa.

Nadere bestudering van de MSCI All Countries index, die een waarachtige weerspiegeling is

van de krachtsverhoudingen in de wereld, laat een indringend beeld zien: de index is in de eerste 20 dagen van het nieuwe jaar met 10,5% in waarde gedaald; de groep van emerging markets (EM) leverde 12,8% in, met forse uitschieters voor China (-15,9%), India (-10,2%), Brazilië (-16,1%), Rusland (-18,2%) en Zuid-Afrika (-18,4%). In vergelijking met het 200-daags gemiddelde noteert deze index -15,3%. De grondstoffenlanden hebben echter extreme verliezen geïncasseerd: Brazilië (-55%), Rusland (-42,2%) en Zuid-Afrika (-50,3%). De eurozone moest voor diezelfde periode een verlies accepteren van -19,1%, maar de Verenigde Staten

laten wederom zien de vluchthaven bij uitstek te zijn: het 200-daags gemiddelde bedroeg -10,9%. De bèta – de gevoeligheid voor marktbevingen – was voor de VS zelfs kleiner dan 1 (0,9), tegen 1,1 voor de eurozone en meer dan 1,4 voor de grondstoffenlanden.

Als de olieprijs stijgt en de vraag naar grondstoffen herstelt, dan zijn opkomende markten een feest voor de belegger: de koers-winstverhouding voor de komende twaalf maanden schat Bank of America Merrill Lynch op 10 voor emerging markets, voor Rusland op 4, voor Brazilië op 8,2 en voor China op 9. Voor de VS is dat 14,9 en 13,5 voor de eurozone. ■

# 'LAAT WAARDERING JE NIET OP VERKEERDE BEEN ZETTEN'

## VEEL FONDSHUIZEN ONDERWEGEN EMERGING MARKETS

Aandelenbeuzen in opkomende markten hebben flinke klappen gehad. Maakt dit instappen weer aantrekkelijk of moeten beleggers juist oppassen en nog even aan de zijlijn blijven staan?

TEKST HARM LUTTIKHEDDE

**C**hina, Rusland, Brazilië; enkele jaren geleden waren deze grote opkomende markten nog de groeimotoren van de wereldeconomie. Nu jagen ze beleggers schrik aan; massaal halen ze er hun geld weg. De verkoopgolf beperkt zich niet tot een aantal opkomende landen, maar wordt breedgedragen. Op vijfjaarsbasis heeft de MSCI Emerging Markets Index zo'n 20% ingeleverd.

Nu veel somber nieuws is ingeprijsd en waarderingen op aantrekkelijke niveaus zijn beland, dringt zich de vraag op: wordt dit het jaar van de ommekeer?

Vijf jaar op rij zijn de prestaties van aandelen uit opkomende markten achtergebleven bij die van ontwikkelde markten. Vrijwel alle fondshuizen adviseren opkomende markten in de assetallocatie te onderwegen.

Wie een andere visie erop nahoudt, is dus uitgesproken contrair. Actiam is zo'n speler. In december sloot het zijn onderwogenpositie in opkomende markten. Het ging daarbij om andere dan fundamentele redenen, namelijk het tijdelijk willen inspelen op typisch beleggersgedrag dat in januari 'altijd' de verliezers van het afgelopen jaar worden gekocht.

'Als een paar beleggers een klein beetje richting opkomende markten gaan bewegen, kunnen we ook komende januari weer zo'n opluchtingsrally zien', scheef fondsbeheerder Corné van Zeijl

**'MOGELIJK LOOPT DE DISCOUNT OP AANDELEN NOG VERDER OP'**

van het Nederlandse fondshuis in een column in het FD. Die vlieger ging dit jaar echter niet op. Beurzen beleefden wereldwijd hun slechtste start van het jaar sinds 2008.

### Gedreven door sentimenten

Die turbulente start op onder meer de Chinese beurzen leek vooral door sentimenten gedreven. Het macro-economische plaatje is volgens veel beleggings-experts nog onveranderd: voorzichtig herstel in ontwikkelde markten en afnemende groei in opkomende markten.

Voor assetallocatiestrategie Garry Evans van het onafhankelijke onderzoeksbureau BCA Research is dat precies de reden zijn negatieve visie op opkomende markten te handhaven. 'De economische groei en de winsten blijven verslechteren tegen een achtergrond van een zwakke wereldhandel, prijsdruk op verhandelde goederen, zwakke valuta's die beleidsmogelijkheden beper-



ken en de noodzaak schulden af te bouwen, een proces dat na de schuldensupercyclus pas net op gang is gekomen.'

## Hoopvol

Sommige strategen zijn echter hoopvol gestemd. Een lichtpuntje is bijvoorbeeld dat er nu meer realisme bestaat over de verwachte groei in de opkomende wereld. Dit zou het risico op nieuwe negatieve verrassingen met alle disruptieve marktonrust van dien moeten verkleinen.

Alex Homan van Fidelity is zelfs voorzichtig positief en sluit een ommekeer dit jaar niet uit. 'De valuta's van opkomende landen – ook die voor hun economie niet sterk leunen op de export van grondstoffen – zijn sterk in waarde gedaald waardoor veel landen nu zeer concurrerend zijn geworden. Dit zou een nieuwe periode van outperformance voor opko-

mende marktaandelen kunnen inluiden', aldus de productspecialist van het Amerikaanse fondshuis.

Hij wijst in dat kader op de lage waarderingen. 'Ten opzichte van ontwikkelde markten handelen aandelen uit opkomende markten tegen de grootste discount in tien jaar, terwijl de gemiddelde koersboekwaarde op het laagste niveau staat sinds de financiële crisis.'

Wel is het gevaarlijk de opkomende wereld als homogene groep te zien. Homan: 'India staat er ontegenzeggelijk beter voor dan Brazilië. Waar de lage grondstofprijzen voor de één een economische rugwind is, is het voor de ander juist een tegenwind.'

Evans van BCA Research spreekt in dit kader van een 'value trap': beleggers worden op het verkeerde been gezet doordat de zeer goedkope largecaps in de grondstoffensector en financiële sector het gemiddelde (11 keer de ver-

wachte winst) sterk naar beneden halen. 'Gecorrigeerd hiervoor zijn de waarderingen aardig in lijn met aandelen uit het Westen.'

Anders dan de waarderingen doen geloven zijn beleggers juist helemaal niet doordrongen van de gevolgen van de groeivertraging in China, de tweede economie ter wereld, werpt fondsmanager Knut Gezelius van Skagen Global tegen.

'Dat geldt zeker ook voor de grote grondstoffenbedrijven die zich aan de nieuwe realiteit moeten aanpassen en nog veel verder in hun dividend, uitgaven en personeelsbestand moeten snijden', zegt hij. Mogelijk dat de 30% discount voor opkomende marktaandelen daardoor zal oplopen tot wel 50%.

## Indirecte kansen

Het negatieve sentiment ten aanzien van opkomende markten biedt volgens de manager van de eigenzinnige fondsboutique uit Noorwegen nu nog vooral indirecte kansen, door aandelen uit ontwikkelde markten te kopen die overdreven hard zijn gestraft voor hun opkomende marktexposure. Carlsberg, met een sterke positie in onder meer Rusland, is zo'n voorbeeld. 'Samen met het nieuw aangetreden management is dat een smakelijke cocktail.'

Fidelity's Homan is het daar niet per se mee eens, zeker niet als het om bedrijven gaat die actief zijn in volwassen markten. Voor aandelen met de beste rendementsvooruitzichten moet men toch echt in de opkomende markten zelf zijn, zegt hij. ■



SJANGHAI FOTO: HH

# FIDELITY GAAT AAN KOP

## GROOTSTE KLAPPEN BIJ LATIJS-AMERIKA-FONDSEN

Op eenjaarsbasis staan opkomendemarktenfondsen flink in de min. Over drie jaar gezien, staan er nog aardig wat in de plus, over vijf jaar een paar.

TEKST HARM LUTTIKHEDDE

**W**ie denkt dat er voor aandelenbeleggers in opkomende markten de afgelopen jaren niets te halen viel, komt bedrogen uit. Een verrassend aantal beleggingfondsen staat over een langere periode bezien nog in de plus.

De koersgrafiek van veel opkomendemarktenfondsen sinds 2013 lijkt op die van een bergketen met een duidelijke piek. Het omslagpunt ligt in april 2015, ingegeven door angst voor een naderende renteverhoging in de VS.

In de FN Universe, de Fondsnieuws-database van de meest relevante beleggingsfondsen in Nederland, staan opkomendemarktenfondsen op eenjaarsbasis dan ook op stevig verlies. Op driejaarsbasis kan echter ruim een derde van de fondsen – alle actief beheerd – een positief rendement laten zien.

Bovenaan de lijst staan twee fondsen van Fidelity-manager Nick Price. Het FAST-fonds is een vreemde eend in de bijt omdat het een long-short-strategie han-

### Top 5 aandelenfondsen opkomende markten

FONDS	3 jaar
1. Fidelity FAST Emerging Markets Fund	6,75%
2. Fidelity Emerging Markets Fund	6,02%
3. Carmignac Portfolio Emerging Discovery Fund	2,97%
4. Comgest Growth Emerging Markets	2,23%
5. Comgest Growth GEM Promising Companies	1,87%

(Rendementen geannualiseerd tot en met eind januari.)

Bron: Morningstar

NICK PRICE VAN FIDELITY

teert. Behalve in de aandelen met het beste rendementsperspectief belegt het dus ook in overgewaardeerde aandelen die naar verwachting in koers zullen dalen.

Het long-only-fonds van Price gaat overtuigend aan kop wanneer er wordt gerangschikt op vijfjaarsbasis. (Het FAST-fonds werd pas eind 2011 gelanceerd). Het aantal fondsen met een positief rendement over deze periode (of überhaupt een trackrecord van vijf jaar) is overigens wel aanzienlijk kleiner.

Wanneer ook de overige in Nederland beschikbare fondsen die beleggen in opkomendemarktaandelen worden meegenomen, dan

steekt het Charlemagne Magna MENA Fund met bijna 25% per jaar op driejaarsbasis er ver bovenuit.

Ook het TCM Global Frontier High Dividend Equity fonds van het Friese fondshuis Intereffekt staat met ruim 12% op driejaarsbasis in de bovenste regionen.

De grootste klappen vielen de afgelopen jaren bij de fondsen die specifiek beleggen in Latijns-Amerika, met helemaal onderaan het Aberdeen Latin American Equity Fund dat de afgelopen drie jaar gemiddeld 24% per jaar verloor. ■

HARM LUTTIKHEDDE IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.



# VALUTASCHOMMELINGEN EISEN DE HOOFDROL OP SCHULDPAPIER UIT EMERGING MARKETS NU UIT DE GRATIE

Dankzij de gestegen dollarkoers rendeerden dollarleningen van opkomende markten goed de afgelopen jaren. Beleggers kozen echter eieren voor hun geld en onttrokken geld aan de beleggingscategorie.

TEKST FRANK VAN ALPHEN

**B**eleggers in emerging market debt (EMD) in dollars kunnen tevreden terugkijken. 'Dit was een van de best presterende beleggingscategorieën van de afgelopen twee jaar', zegt Niels Faassen van Morningstar. In euro's was het rendement in 2014 20% en vorig jaar 13%.

Die klinkende cijfers staan voor het allergrootste deel op het conto van de sterke dollar. Eurobeleggers profiteerden voornamelijk van waardestijging van de Amerikaanse munt ten opzichte van de euro.

## Groei

EMD is sinds 2008 snel gegroeid. De lage rente in de VS en Europa maakte dit schuld papier steeds aantrekkelijker. Bovendien steeg de kredietwaardigheid en lonkt het hogere groeipotentieel van opkomende economieën. In de periode

van 2008 tot 2012 verviervoudigde het vermogen onder beheer bij beleggingsfondsen in Europa naar circa €153 mrd, aldus Morningstar.

Sinds 2013 waait de wind uit een andere richting. Opkomende landen maakten de hooggespannen verwachtingen niet waar. Ze groeiden minder snel dan verwacht en onder meer Rusland en Latijns-Amerika hadden flink te lijden onder de dalende grondstofprijzen. Verder zoog de afbouw van de monetaire stimulering door de Fed geld richting VS. De afgelopen jaren zagen landen als Brazilië, India en Rusland het toegestroomde ka-

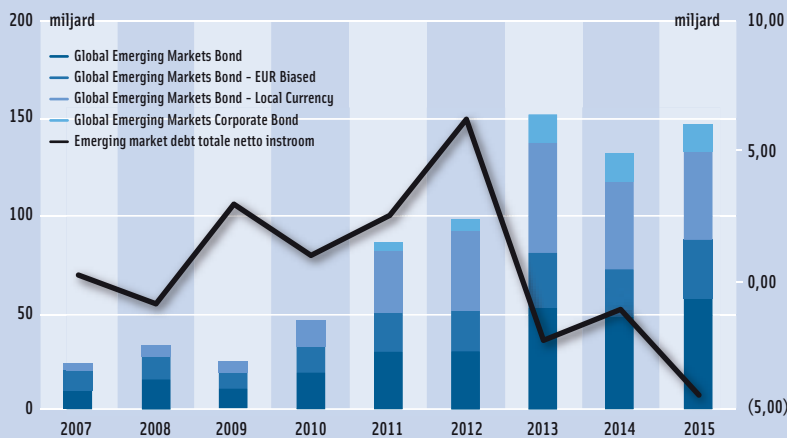
## EM DEBT WAS IN 2014 EN 2015 EEN VAN BESTE ASSET CATEGORIEËN

pitaal weer even snel wegstromen. Beleggers incasseerden in 2013 een verlies van ruim 10%. De afgelopen jaren bleef de stemming negatief. Beleggers bleven geld weghalen uit EMD. Veel banken hebben de asset-class vanwege de turbulentie op de markt nog altijd onderwogen.

Het grootste deel van de EMD-markt bestaat uit de in dollars genoteerde obligaties: €91 mrd. De omvang van de EMD-markt genoteerd in lokale valuta's is slechts half zo groot. Juist van die valuta's zoals de Zuid-Afrikaanse rand en de Mexicaanse peso heeft Schroders de hoogste verwachtingen. 'De daling van die munten is te ver doorgeschooten', stelt EMD-fondsmanager Abdallah Guezour. 'Door de depreciatie zijn deze landen concurrerender geworden. Regeringen hebben bovendien als reactie op de daling van hun munt vaak hervormingen doorgevoerd. Dat geldt bijvoorbeeld voor Indonesië en India.'

Volgens Guezour hoeven beleggers zich geen zorgen te maken over meer uitstroom. 'Hot money

## EMD vermogen onder beheer en netto instroom in euro



GRAFIEK: YMKE PAS

is al teruggetrokken. Er zit nu vooral veel lokaal geld in deze markten. Dat kapitaal kan niet zomaar weg. Landen zijn minder afhankelijk geworden van kortetermijnbeleggers uit het buitenland.'

Guezour verwacht dat beleggers die de risico's van lokale valuta's durven te trotseren ruimschoots worden beloond. 'Ik voorzie dubbelcijferige rendementen als gevolg van hoge spreads en de stijging van de waarde van de valuta's. Het is wel zaak heel kritisch te kijken naar de landen die je selecteert.' Guezour heeft onder meer Indonesië, India, Rusland, Zuid-Afrika en Brazilië op het oog.

'Zuid-Afrika is bijvoorbeeld flink afgestraft voor een misser bij de benoeming van de minister van financiën. Dat leidde tot hoge rentes op staatsleningen en een daling van de rand', aldus Guezour. 'Dat is overdreven. Wij zijn weer in Zuid-Afrika gestapt. Je ontvangt daar 10,5% coupon op 10-jarig staatspapier.'

De fors lagere olieprijs heeft opkomende landen in grofweg twee kampen verdeeld. Aan de ene kant

de verliezers zoals Rusland en veel Latijns-Amerikaanse landen. Aan de andere kant de winnaars: Aziatische landen die olie importeren en profiteren van de lagere grondstofprijzen in het algemeen. Daarbij helpt de politieke stabiliteit in dit werelddeel.

### Olieprijs

Zowel Guezour als NN Investment Partners (NNIP) verwacht dat de rust weerkeert op het oliefront. Guezour: 'Bij het huidige lage prijspeil verdwijnt overcapaciteit snel. Hierdoor zal de olieprijs stabiliseren rond een nieuw evenwicht.' Ook van de Fed verwachten beide beleggers weinig verrassingen.

## 'ER ZAL WEER DRUK KOMEN OP CHINESE BEURS EN OP RENMINBI'

NNIP voorspelt dat een zachte landing van China, een stabiele olieprijs en duidelijkheid over het rentebeleid pas in de tweede helft van het jaar leiden tot betere EMD-resultaten. Als de olieprijs stabiliseert op een hoger peil, plukken met name Latijns-Amerika daar de vruchten van. 'Latijns-Amerika zal dan beter presteren dan Azië', zegt Marcelo Assalin, EMD-belegger bij NNIP. Hij voorspelt een rendement tussen de 4 en 6%.

Ofschoon Schroders en NNIP ongeveer hetzelfde denken over de rente en de olieprijs trekken ze uiteenlopende conclusies. Schroders ziet kansen voor afgestrafte valuta's en NNIP legt het accent op dollarleningen. Het verschil zit 'm in de visie op China. NNIP verwacht dat het ingezette monetaire en fiscale stimuleringsbeleid in China zoden aan de dijk gaat zetten, waardoor de groei op een gezond niveau blijft. Vooruitzichten voor Chinese dollarobligaties zijn goed volgens Assalin omdat het aanbod beperkt is.

Schroders is daarentegen somber over China. Guezour wijst op de totale schuld die driemaal zo hoog is als het bbp. Ook de kapitaalvlucht – vermogende Chinezen sluizen miljarden het land uit, blijkt uit recente IMF-cijfers – belooft volgens Guezour weinig goeds.

'Het schuldniveau van China is onhoudbaar hoog', waarschuwt Guezour. 'Er zal weer druk komen op de renminbi en de Chinese beurs. Dat heeft ook weer een negatieve impact op de dollarleningen. Extra risico is dat de markt voor dat soort obligaties niet erg liquide is.'

FRANK VAN ALPHEN IS FINANCIËEL JOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.



# NOG ONBEKENDE STERREN

## BEDRIJVEN OM IN DE GATEN TE HOUDEN

Er zijn tal van grote veelbelovende bedrijven in opkomende markten, waar in het Westen nog vrijwel niemand van gehoord heeft, NetEase bijvoorbeeld.

TEKST ELINE RONNER

**N**og niet zo lang geleden dachten veel mensen in Europa alleen nog aan een sprookje uit *Duizend en een nacht* bij het horen van de naam Ali Baba. Inmiddels kent iedereen de Chinese webreus van Jack Ma. Welke andere grote veelbelovende bedrijven uit opkomende markten kennen wij nu nog niet, maar mogelijk over een paar jaar wel?

Behalve e-commerce is ook sociale media een enorme groeiemarkt in opkomende landen, zegt Lodewijk van der Kroft van de Franse beheerder Comgest. Comgest belegt onder meer in NetEase, een zeer groot onlinegamingbedrijf uit China. Het bedrijf is de Chinese marktleider in een industrie die in 2013 al 121 miljoen gebruikers kende en sinds die tijd is deze markt veel groter geworden, aldus Van der Kroft. NetEase is volgens hem heel succesvol geweest in de migratie van zijn activiteiten van de pc naar de mobiele telefoon. 'Deze betaalbare luxe ligt voor een groeiend deel van de Chinese bevolking binnen bereik.'



Een ander voorbeeld dat hij geeft is Naspers. Dit Zuid-Afrikaanse bedrijf heeft de kasstroom uit zijn betaaltelevisieactiviteiten gebruikt om veelbelovende internetbedrijven in opkomende landen te financieren. Tegenwoordig heeft het een belang van 29% in het Russische Mail.ru en van 34% in het Chinese Tencent. Eind januari maakte Naspers bekend dat het samen met Tencent de socialemedia-app WeChat over het Afrikaanse continent wil uitrollen. Deze concurrent van Whatsapp heeft maar liefst 650 miljoen actieve gebruikers in China. In Zuid-Afrika heeft Whatsapp 14 miljoen gebruikers en staat de teller voor WeChat op zo'n 6 mil-

joen. Van der Kroft: 'Deze Chinees-Afrikaanse samenwerking geeft aan dat succesvolle bedrijven in opkomende landen zich steeds vaker richten op andere opkomende landen als zij zich buiten hun eigen landsgrenzen willen ontwikkelen en niet op Amerika en Europa.'

Gabriel Sacks van het opkomendemarktenteam van Aberdeen wijst gevraagd naar onbekende veelbelovende bedrijven onder meer op de Russische winkelketen Magnit. 'Een van de meest winstgevende supermarktbedrijven uit de opkomende markten', zegt hij.

Ook enthousiast is Sacks over Indocement, een cementfabriek in Indonesië met een goede naam en een groot distributienetwerk. Dit bedrijf zal de komende jaren profiteren van de hausse aan infrastructurele investeringen in eigen land, verwacht Sacks.

Een derde bedrijf dat Sacks noemt is AIA, een levensverzekeraar die actief is in 17 landen in Azië en Oceanië en zal profiteren van de groeiende middenklasse in deze markten en de toenemende vraag naar spaar- en verzekeringsproducten, zo is de verwachting. ■

ELINE RONNER IS FINANCIËEL JOURNALIST EN  
MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS

# BRAZILIË VERSUS MEXICO

## DE EEN VERKEERT IN EEN DIEPE CRISIS, DE ANDER GROEIT

Opkomende markten kunnen steeds minder als een homogene groep gezien worden. Ook binnen een continent zijn de verschillen tussen landen soms groot. De een verkiest vervolgens Mexico, de ander toch Brazilië.

TEKST ANTON REIJINGA

**N**u de Amerikaanse Fed als een van de eerste centrale banken opschuift richting normalisatie van het monetaire beleid, China zijn groeiramingen verlaagt en de grondstoffenprijzen wegzakken, komen de verschillen tussen opkomende markten aan het licht.

'Sommige landen zagen in dat dit een cyclus was en hebben de goede tijd benut om hun schulden af te bouwen en te investeren in het verbeteren van hun productiviteit', zegt Roberto Lampl, fondsmanager van het Alquity Latin America Fund. Mexico is hiervan volgens hem een voorbeeld. Andere landen leenden tegen de klippen op en gaven het geld uit aan consumptie. Een land als Brazilië zit meer in deze hoek.

Evengoed stelde de Wereldbank de ramingen voor beide landen neerwaarts bij. Het onderlinge verschil is echter enorm. Naar verwachting zal Mexico in 2016 met 2,8% groeien en Brazilië met 2,5% krimpen.

'Brazilië verkeert in de ergste cri-

sis in meer dan 50 jaar en het gaat van kwaad tot erger, terwijl Mexico nog steeds groeit en bemoedigende vooruitzichten heeft', wijst Charles Biderman, portfeuillemanager van onder meer Comgest Latin America.

Wat betreft de economie is het grootste verschil tussen de twee volgens Biderman dat de export van Brazilië vooral bestaat uit grondstoffen. 'Brazilië heeft ook meer te lijden onder China, omdat dit de nummer één handelspartner van het land is. De oriëntatie van Mexico is voornamelijk op de Verenigde Staten.'

Ook wijst de Comgest-manager

erop dat Mexico mede hierom minder dan andere landen profiteerde van de booming periode voor emergent markets in de jaren vanaf 2000. Vorig jaar sloeg de balans om en sindsdien stroomt meer geld weg uit opkomende landen dan er naartoe vloeit. Daarbij doet de daling van de grondstoffenprijzen de dollarstroom richting exportlanden opdrogen.

### Politieke richting

De huidige problemen in Brazilië hadden volgens Biderman al jaren geleden aangepakt kunnen worden,



RIO DE JANEIRO FOTO: HH

maar het politieke systeem stond dit in de weg. De huidige president Dilma Rousseff krijgt veel over zich heen, maar eigenlijk is de kiem van de huidige crisis al 10 tot 15 jaar geleden gelegd, wijst hij op decennia van onderinvesteringen. De achterblijvende productiviteit drukte de Braziliaanse reaal.

Ook Lampl denkt dat als een andere kandidaat dan Rousseff de verkiezingen had gewonnen het land nog in de problemen had gezeten. Tegenover Fondsnieuws verklaarde hij twee jaar terug al dat het model 'kapot' is. En een 'verslaving aan indexatie' staat het in de hand houden van de uitgaven in de weg. 'Er zijn wel pleitbezorgers voor verande-

ring, maar we kijken eerst nog ten minste tegen twee verschrikkelijke jaren onder Rousseff aan', concludeert hij.

Waar Brazilië in de woorden van Lampl lijdt aan 'grootlandwaan' en dacht zich van de rest van de wereld niet veel aan te hoeven trekken, heeft Mexico een alternatieve weg bewandeld. Jarenlange onderhandelingen met vakbonden, onder meer door de huidige centrumlinkse regering van Enrique Peña Nieto, hebben draagvlak gekweekt voor economische liberalisering. In sectoren als energie- en nutsbedrijven zijn (staats)monopolies gebroken. Kosten zijn verlaagd en de productiviteit is verhoogd.

Mexico won zo marktaandeel terug van China als productielocatie voor Noord-Amerika. Voor de langere termijn helpen demografische trends en goede handelsverdragen die het met het buitenland zijn gesloten, vult Biderman aan.

### Beleggingsimplicaties

Beide fondsmanagers hebben een puur Latijns-Amerika-fonds onder beheer. De verschillende allocaties

naar Brazilië en Mexico springen direct in het oog. De grootste landenwegin bij Alquity is Mexico met zo'n 40%, gevolgd door Chili met 25%. Brazilië staat hier op de derde plek met 20%. Bij Comgest heeft Brazilië met 60% veruit de zwaarste weging in portefeuille. Mexico en Chili volgen op grote afstand met respectievelijk 20% en 10%. In de MSCI Latin America index is het gewicht van Brazilië 46% tegen 37% voor Mexico.

Comgest's Biderman noemt Mexico op het moment 'niet erg interessant'. Het aantal noteringen is gering en de waarderingen lijken hem aan de dure kant. Een aandeel dat past in de langetermijn-buy-and-hold-strategie van het Franse fondshuis is dat van BMV, de uitbater van de Mexicaanse beurs zelf.

In Brazilië, waar de beurs 80% van zijn waarde is verloren vanaf de top, ziet hij meer kwaliteit en groei tegen een redelijke prijs. 'Als bedrijven in deze omgeving weten te groeien, zijn ze zeer goed geleid.' Een tip is CCR, een bedrijf met snelwegconcessies dat nu meedingt naar de aanleg van metrosystemen. Ook kijkt hij naar financiële dienstverleners die de groeiende middenklasse bedienen.

Alquity's Lampl ziet ook wel kansen op de Braziliaanse beurs. 'Dit zijn voor 90% exportbedrijven.' De goedkope reaal geeft Braziliaanse papier- en pulpbedrijven een kostenvoordeel ten opzichte van internationale concurrenten. Hetzelfde geldt bijvoorbeeld voor schoenenfabrieken. Van financials zou hij afblijven. In Mexico belegt hij onder meer in bedrijven in de sectoren consumptiegoederen, industrie en media. ■

## 'ORIËNTATIE VAN MEXICO IS VOORAL OP DE VERENIGDE STATEN'



MEXICO-STAD FOTO: HH

# 'ACTIEF' DOMINEERT NOG IN OPKOMENDE MARKTEN

## BELEGGEN IS NIET OVERAL EEN 'LOSER'S GAME'

Wereldwijd is passief beleggen in opkomst, maar als het gaat om opkomende markten geniet actief beheer nog duidelijk de voorkeur. Deze markten zijn nog minder efficiënt. Vóór trackers pleiten ook hier echter de lagere kosten.

TEKST JORIS KOOIMAN

**P**roftennis en amateurtennis zijn twee fundamenteel verschillende sporten, schreef de Amerikaanse wetenschapper en zakenman Simon Ramo in zijn boek *Extraordinary Tennis for the Ordinary Player* (1970). Waar de uitkomst van een topwedstrijd wordt bepaald door het aantal punten dat een speler wint, gaat de overwinning in een spelletje tussen amateurs naar degene die de minste fouten maakt. Natuurlijk lukt het de vrijetijdstennisser ook weleens de bal buiten het bereik van zijn opponent te spelen, maar pogingen daartoe eindigen zo vaak in het net of naast de baan dat het aantal fouten doorslaggevend is voor de eindscore. Amateurtennis, concludeert Ramo, is een 'loser's game' en wie dat niet inziet, wordt afgestraft.

Volgens beleggingsgoeroe Charles Ellis is zijn beroep vergelijkbaar

met amateurtennis, paradoxaal genoeg juist omdat er heel veel professionele fondsbeheerders zijn. Een halve eeuw geleden was beleggen nog een winner's game. Maar de volwassenwording van het vak in combinatie met de snelle groei van het geïnvesteerde vermogen en de intrede van geavanceerde informatietechnologie, hebben de financiële markten zodanig efficiënt gemaakt dat het voor beleggers vrijwel onmogelijk zou zijn om de markt en dus de index structureel te verslaan. Beleggen is, zoals Vanguard-oprichter en vader van het passieve vermogensbeheer John Bogle het stelt,

**'OOK BIJ BELEGGEN IS STRUCTUREEL WINNEN BIJNA ONMOGELIJK'**

eveneens een loser's game geworden. Winnaars zijn zij die dat erkennen, nederig de index volgen en de kosten beperken. Klanten van dure fondsmanagers betalen de prijs.

### Trackermarkt groeit

Het betoog van Bogle en Ellis wint de laatste jaren aan overtuigingskracht, getuige de opmars van passief beheer. Nog altijd domineren actieve beleggingsfondsen wereldwijd het veld. Het gat wordt echter ieder jaar kleiner. Maar niet overal loopt het zo'n vaart. Westerse beleggers die blootstelling zoeken naar opkomende markten (EM), kiezen in veel gevallen namelijk nog voor actieve managers, hoewel die relatief hoge beheervergoedingen rekenen. Europese fondsmanagers hebben gezamenlijk €167 mrd belegd in opkomende economieën, terwijl Europese trackers op EM-indices slechts zo'n €12 mrd onder beheer hebben. Fondsanalist Ronald van Genderen van Morningstar vermoedt dat vooral beleggers met een korte 'horizon' kiezen voor trackers,



terwijl langetermijnbeleggers veelal nog de voorkeur geven aan een manager die zelf een EM-portefeuille samenstelt. 'Over een lange periode gerekend doen actieve beheerders het ook iets beter', zegt Van Genderen, 'maar de resultaten zijn ook volatieler.'

## Nog niet zo efficiënt

Vraag is natuurlijk waarom opkomende markten op dit punt verschillen van ontwikkelde economieën. Wellicht is beleggen in opkomende economieën als China, India of Brazilië geen loser's game, even afgezien van het feit dat de koersen op dit moment vrijwel overal onder druk staan. Een veelgelezen argument voor die stelling is dat opkomende markten lang niet zo efficiënt zijn als bijvoorbeeld de Amerikaanse beurs, waardoor selectie van individuele aandelen op basis van een grondige analyse zin heeft. Het zou met betrekking tot EM, kort gezegd, nog mogelijk zijn een informatievoorsprong op te bouwen ten opzichte van andere beleggers en daarvan te profiteren.

'Inefficiënties zijn in deze beleggingscategorie inderdaad groter dan in de westerse wereld, alleen al omdat er minder analisten zijn die bedrijven volgen', zegt Sander Zondag, hoofd wereldwijde aandelenbeleggingen van BNP Paribas. Zondag is, zoals te verwachten van iemand op zijn positie, een groot voorvechter van actief beheer, hoewel hij erkent dat het in markten die 'trendmatig bewegen' niet eenvoudig is om de markt te verslaan.

Zondag: 'Politiek, demografie en valutaschommelingen hebben in opkomende markten een relatief grote invloed op aandelenkoersen. Daar kun je op inspelen door som-



CIO HAN DIEPERINK VAN RABOBANK FOTO: MARIJN ALDERS

mige regio's te mijden en andere juist niet. Bovendien zijn EM-indices vaak geen goede afspiegeling van lokale economieën. Ze vertegenwoordigen grotendeels oude economische sectoren als de staalindustrie of staatsbanken waaraan je de blootstelling juist wil beperken. Er valt in opkomende markten kortom echt iets te kiezen.'

Hoofd beleggingen van Rabobank Han Dieperink zegt net als Bogle en Ellis in principe sceptisch te zijn over het vermogen van fondsmanagers om de markt te verslaan. Daarom maakt hij naar eigen zeggen 'uitgebreid gebruik van passieve

fondsen'. Toch ziet ook Dieperink opkomende markten als een beleggingscategorie waarin actief beheer iets kan toevoegen, onder meer omdat een paar sectoren zoals grondstoffen waar wegen in EM-indices en het begrip 'opkomende markten' landen en regio's beslaat die sterk van elkaar verschillen. 'Uit overwegingen van risicospreiding kan het dus aan te raden zijn een andere weg te kiezen dan de index.'

Daarbij komt volgens Dieperink dat de liquiditeit van aandelen en obligaties in opkomende markten niet nog weleens te wensen over laat, waardoor het verstandig is terughoudend te zijn met transacties. Maar een tracker heeft die mogelijkheid niet: verschuivingen binnen de index moeten immers worden gevolgd. Daar staat tegenover: de beheerkosten. 'Dat blijft een groot voordeel van passief beheer', zegt Dieperink. 'Ook voor opkomende markten'. ■

## 'MAAR ER VALT IN DEZE MARKTEN NOG ECHT IETS TE KIEZEN'

JORIS KOOIMAN IS FREELANCEJOURNALIST EN MEDEWERKER VAN FONDSNIEUWS.

# Een crisis ligt op de loer waar kredietgroei doorschiet

MAARTEN-JAN BAKKUM: ECONOMIE MOET STABILISEREN EN KAPITAALUITSTROOM VERMINDEREN

**H**et is de combinatie van dalende groei, forse kapitaaluitstroom en een pijnlijk gebrek aan hervormingen die de opkomende markten in steeds grotere problemen brengt. Tot nu toe is de schade beperkt gebleven tot een stevige groeivertraging en een correctie in valuta-, obligatie- en aandelenmarkten. Een systeemcrisis hebben we nog niet gezien. En zelfs aan de politieke kant zijn grote ongelukken nog voorkomen. Het lijkt een kwestie van tijd voordat dit gaat veranderen.

In de afgelopen jaren is economische groei in emerging markets meer dan gehalveerd tot gemiddeld zo'n 4%. Van de twintig belangrijkste landen zijn er inmiddels vijf in een recessie beland (Brazilië, Rusland, Zuid-Afrika, Taiwan en Argentinië). Alle andere landen zien hun groei verder teruglopen, door zwakke wereldhandelsgroei, dalende grondstoffenprijzen, kapitaalvlucht en stijgende rentes.

Sinds vorig jaar is in steeds meer landen de werkloosheid flink aan het toenemen. Dit duwt de consumptiegroei terug en leidt tot additionele druk op de overheidsbegrotingen, via lagere belastinginkomsten en hogere sociale uitkeringen. Diezelfde begrotingen waren al verslechterd door stimuleringsmaatregelen sinds 2008 en dalende grondstoffenprijzen. Nu zien we duidelijk dat het oplopen van begrotingstekorten accelereert en dat rentes beginnen te stijgen door hogere macro-risico's. Een steeds belangrijker rol in de geleidelijke erosie van het vertrouwen in overheden en beleidsmakers in de opkomende wereld speelt de kapitaaluitstroom.

Sinds 2014 is er een netto uitstroom van kapitaal uit emerging markets. Terecht beginnen beleggers zich zorgen te ma-



DE SULTAN AHMETMOSKEE IN ISTANBOEL FOTO: HH

ken. Elke maand worden de cijfers slechter. De kapitaaluitstroom leidt tot zwakkere munten en stijgende rentes. De hogere rentes zorgen voor nog meer druk op overheidsbegrotingen, maar nog veel erger, ze vergroten het risico op ongelukken in het financiële systeem. Veel opkomende markten hebben in de jaren 2002-2010 een sterke kredietgroei gehad, vooral dankzij het overvloedige kapitaal dat door zeer lage rentes in de VS en Europa zijn weg vond naar EM. De snel gegroeide leverage is met een hogere rente en een terugvallende groei niet te handhaven. In een aantal landen zijn de grenzen van kredietgroei simpelweg bereikt. Dit is zichtbaar

in meer wanbetalingen en oplopende verliezen bij banken.

Als de kapitaaluitstroom niet vermindert en als de economische groei niet snel stabiliseert, wordt het moeilijk een kredietcrisis te voorkomen in een van de landen waar kredietgroei het meest is doorgeschoten. Maleisië, Thailand, Zuid-Korea, Turkije, Brazilië en China zijn het meest kwetsbaar. Een systeemcrisis in een van deze landen zou het vertrouwen in de opkomende wereld verder ondermijnen en tot veel meer schade leiden dan we tot dusver hebben gezien. In dit scenario past ook een escalatie van reeds bestaande politieke problemen, zoals de vertrouwensbreuk tussen regering en oppositie in Brazilië of de arbeidsconflicten in Zuid-Afrika. Maar ook kan verwacht worden dat de repressie in China, die de afgelopen jaren al duidelijk toegenomen is, verder verscherpt. ■

MAARTEN-JAN BAKKUM IS STRATEEG OPKOMENDE MARKTEN BIJ NN INVESTMENT PARTNERS



# Emerging Market Debt: onze korte termijn visie is dat het een aantrekkelijke belegging blijft op de lange termijn.



Meer informatie kunt u vinden op [www.pictetfunds.nl](http://www.pictetfunds.nl)  
of neem contact op met uw bank of financieel adviseur.



# Duurzaam

Maak kennis met **UBS ETF's**.

[ubs.com/  
etf-insights](https://ubs.com/etf-insights)

